

عمادة الدراسات العليا
جامعة القدس

أثر تكلفة هيكل رأس المال على تكلفة نظرية الوكالة
(دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في
بورصة فلسطين)

حليمة رضوان يوسف قراقع

رسالة ماجستير

القدس – فلسطين

2020م / 1442 هـ

أثر تكلفة هيكل رأس المال على تكلفة نظرية الوكالة
(دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في
بورصة فلسطين)

إعداد:

حليمة رضوان يوسف قراقع

بكالوريوس محاسبة من جامعة القدس - فلسطين

المشرف: د. كامل أبو كويك

قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات درجة الماجستير في محاسبة
الضرائب من كلية الأعمال والاقتصاد - جامعة القدس

2020م - 1442هـ



جامعة القدس
عمادة الدراسات العليا
محاسبة الضرائب

إجازة الرسالة

أثر تكلفة هيكل رأس المال على تكلفة نظرية الوكالة.

(دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين).

اسم الطالبة: حليلة رضوان يوسف قراقع

الرقم الجامعي: 21712748

المشرف: الدكتور كامل أبو كويك

نوقشت هذه الرسالة وأجيزت بتاريخ 23-11-2020م من أعضاء لجنة المناقشة المدرجة أسماؤهم
وتواقيعهم:

التوقيع
التوقيع
التوقيع
د. محمد عبد الله العبدوي

1. رئيس لجنة المناقشة: د. كامل أبو كويك
2. ممتحناً داخلياً: د. إبراهيم عتيق
3. ممتحناً خارجياً: د. مجدي الكبيجي

القدس - فلسطين

2020م / 1442هـ

الاهداء

إلى زوجي وشريك حياتي الذي تحمل الضغط الذي مررت به وسهر معي الليالي
من أجل تحقيق حلمي ولم تفارقه نظرة الفخر بزوجته ...

إلى أمي الغالية التي أكرمتني بحبها ودعمها وفخرها بي...

إلى سندي وقودتي في الحياة أبي الغالي الذي بالرغم من بعد المسافة التي تفرقني
عنه إلا أنه لم يفارقني بدعمه وتشجيعه طوال مسيرتي التعليمية...

إلى أخي العزيز وحبیب قلبي... أخواتي العزيزات وأغلى ما املك في الدنيا.. لم
يخلوا عليّ يوماً بدعواتهم ودعمهم ومساعدتهم لي في رسالتي...

إلى طفلي حبيبي الذي رافقني في هذه الرحلة وشاركني كل لحظة فيها، حفظك
الله لي طول العمر يا صغيري...

إلى جامعتي وكليتي وأساتذتي الكرام وزملائي...

أهدي لكم رسالتي هذه من أجل تحقيق الحلم المنتظر والحصول على درجة
الماجستير في المحاسبة من جامعة القدس.

الإقرار

أقر أنا معدة هذه الدراسة أنها قُدمت إلى جامعة القدس لنيل درجة الماجستير في محاسبة الضرائب، وأنها نتيجة أبحاثي الخاصة باستثناء ما تم الإشارة له حيثما ورد، وأن هذه الرسالة أو أي جزء منها لم يقدم لنيل أية درجة عليا لأية جامعة أو معهم.

التوقيع Halima Qarage

حليمة رضوان يوسف قراقع

التاريخ 20/12/2020

الشكر والعرفان

الحمد لله الذي وفقني إلى تقديم هذا الإنجاز ويسر لي هذه الرسالة ورفع مكانتي بين الجميع والكثير من الأشخاص وأشكر الله على التوفيق.

أود الشكر أولاً لجامعتي جامعة القدس التي سخرت لي السبيل نحو تحقيق حلمي

وأشكر اساتذتي الذين كان لهم الفضل في إنجاز هذه المرحلة.

كما وأشكر أهلي وزوجي وزملائي الذين لم يبخلوا عليّ بالدعم والمساندة.

وأريد أن أخص بالشكر أستاذي الكبير المقتدر الدكتور كامل أبو كويك الذي أسسني في بداية دراستي ولما له من فضل في انجازي لهذه المرحلة وكم كان مشرفاً داعماً ومشجعاً وصابراً معي ولم يبخلني بنصائحه القيمة.

التعريفات

المصطلح	التعريف
رأس المال	بموجب المفهوم المالي لرأس المال تم تعريف رأس المال على أنه مرادف لصافي الأصول أو حقوق الملكية للمشروع، أما تحت المفهوم المادي لرأس المال فإن رأس المال يعتبر القدرة الإنتاجية للمشروع (Schroeder & et al, 2014).
هيكل رأس المال	يشير إلى الطريقة التي تمول الشركة عملياتها الإجمالية ونموها وذلك باستخدام مصادر مختلفة من الأموال، إما على شكل أدوات دين متمثلة بقروض أو أوراق مالية طويلة الأجل، أو على شكل أدوات ملكية متمثلة بأسهم عادية أو أسهم ممتازة أو الأرباح المحتجزة. (Tuovial, 2019).
أدوات الملكية	تعرف أدوات الملكية بأنها أي ضمان يمثل حق ملكية في مؤسسة (على سبيل المثال، الأسهم العادية أو الأسهم الممتازة أو أي رأس مال آخر) أو الحق في اكتساب ملكية في مؤسسة (على سبيل المثال، الضمانات وخيارات الأسهم) أو التخلص من حق ملكية (على سبيل المثال، خيارات البيع)، بسعر ثابت أو يمكن تحديده (Schroeder & et al, 2014).
أدوات الدين	يتم تصنيف أدوات الدين ضمن الالتزامات، والتي تعرف بأنها التضحيات المستقبلية المحتملة للمنافع الاقتصادية الناشئة عن الالتزامات الحالية لشركة أو فرد معين لنقل أصول أو تقديم خدمات إلى شركة أو فرد آخر في المستقبل نتيجة المعاملات أو الأحداث السابقة (Schroeder & et al, 2014).
تكلفة رأس المال	هي الحد الأدنى لمعدل العائد الذي يجب أن تحصل عليه الشركة قبل البدء بتوليد قيمة أو عائد من رأس المال. وتتكون تكلفة رأس المال من تكلفة الديون وتكلفة الأسهم أو حقوق الملكية المستخدمة في تمويل الأعمال. تعتمد تكلفة رأس مال الشركة إلى حد كبير على نوع التمويل الذي تختار الشركة الاعتماد عليه، قد تعتمد فقط على حقوق المالكين أو الديون، أو استخدام مزيج بين الاثنين، كما وتختلف تكلفة رأس المال حسب حجم الشركة (Brealey & et al, 2014).
تكلفة أدوات الملكية	أدوات الملكية هي جزء من حقوق الملكية، يمكن تعريف تكلفتها على أنها تكلفة بيع الأسهم الجديدة للمساهمين الحاليين في الشركة بافتراض ثبات قيمة الفوائد (Kenton, 2019).

تكلفة أدوات الدين	هي مقدار يتم دفعه مقابل استخدام أموال الغير لفترة زمنية محدودة حسب الاتفاق مع الدائنين، وتحدد من خلال مقدار الدين أو أداة الدين ونسبة الفائدة (Schroeder & et al, 2014).
النظرية المحاسبية الإيجابية	هذه النظرية تشرح الواقع الموجود، ظهرت لتفسير لماذا تقوم الشركات باستخدام إجراء معين، ومن الشركات المتوقع أن تتخذ هذا الإجراء أساس لعملها ومن منها لن تتخذ هذا الإجراء (Schroeder & et al, 2014).
نظرية الوكالة	هي إحدى النظريات المحاسبية الإيجابية، وتعرف علاقة الوكالة على أنها " أي علاقة بين طرفين يكون الوكيل ممثل للطرف الآخر في أي من المعاملات اليومية. يوظف المدير الوكيل لأداء خدمة نيابة عنه. كما يمكن تعريف نظرية الوكالة على أنها عقد يقوم شخص أو أكثر (المالك) بإشراك شخص آخر (الوكيل)، بأداء بعض الخدمات نيابة عنه والتي تتضمن تفويض الوكيل بعض السلطات والصلاحيات لاتخاذ القرارات" (Schroeder & et al, 2014).
مشكلة الوكالة	بسبب علاقة الوكالة تظهر مشكلة تضارب المصالح بين المالك والوكيل، حيث يبقى لدى المساهمين تخوف بأن الوكيل سيتصرف بطريقة تعظم منفعة الشخصية بدلاً من تعظيم منفعة المساهمين، وهذا يعتبر مشكلة نظرية الوكالة الرئيسية، والمتمثلة بالتحدي لضمان أن الإدارة (الوكيل) تعمل نيابة عن المساهمين (المالك) وتسعى لتعظيم مصلحتهم بدلاً من مصلحتها الخاصة (Schroeder & et al, 2014).
تكلفة الوكالة	هي نوع من المصاريف الداخلية أو الخارجية للشركة التي تأتي نتيجة قيام وكيل بأعمال نيابة عن المالك، وعادةً تنشأ تكاليف الوكالة نتيجة تضارب المصالح بين المساهمين والإدارة، والمعلومات غير المتماثلة (Schroeder & et al, 2014).
تكاليف الرقابة	تكاليف الرقابة هي تكاليف يتحملها المالك من أجل مراقبة أداء الإدارة، ومن أنواع تكاليف الرقابة هي تكاليف الرقابة الخارجية والمتمثلة بالتدقيق الخارجي والرقابة الداخلية التي تُعنى بالمحافظة على إجراءات الشركة وأصولها والتي يعتبر جزء منها أو داعمها التدقيق الداخلي (Schroeder & et al, 2014).

تكاليف التدقيق الداخلي	يعرف على أنه نشاط استشاري وموضوعي غير متحيز ومستقل، تم تطويره بشكل استراتيجي من قبل إدارة الشركة لتحسين نشاط وأداء الشركة، كما وأنه يقدم نهجاً منظماً ومنهجياً لتحسين عمليات التحكم في المخاطر، وعمليات الإدارة، والحوكمة، ويتم تنفيذه من قبل وحدة تدقيق برئاسة المدقق الداخلي الذي يقدم تقريره إلى لجنة التدقيق في الإدارة (Njogu, 2020).
تكاليف التدقيق الخارجي	يعرف على أنه الفحص الدوري لدفاتر الحسابات وسجلات الشركة الذي يقوم به طرف ثالث مستقل (المدقق)، للتأكد من اعدادها بشكل صحيح، ومن دقتها وأنها تتوافق مع المفاهيم والمبادئ والمعايير المحاسبية المعمول بها والمتطلبات القانونية وإعطاء نظرة حقيقية وعادلة للحالة المالية للشركة، وينتج عنها إعطاء رأي المدقق حول السجلات والدفاتر المحاسبية على شكل تقرير المدقق الخارجي (Arens & et al, 2017).
تكاليف الترباط	عرفت بأنها التكاليف التي يتم تحملها من أجل ضمان أن الإدارة لن يتخذ قرارات أو يتصرف بطريقة تضر مصلحة المالك، ومن الأمثلة على تكاليف الترباط هي المكافآت الإدارية، وخيارات الأسهم، والعلاوات (Clark, 2020).

قائمة الاختصارات

#	الاختصار	المعنى
1	WACC	Weighted Average Cost of Capital
2	CAPM	Capital Asset Pricing Model
3	PAT	Positive Accounting Theory
4	INT	Intrest Expense Paid
5	DIS	Distributions
6	μ	Error coefficent
7	β_0	Beta
8	Sig	Significance
9	T-Test	Statistic tool used to determine if there is a significant difference between the means of two groups.
10	R	Corrolation
11	Kd	Current Costo of Debt
12	t	Weighted average maturity
13	FV	Future Value of Toral Debt
14	SFAS	Statement of Financial Accounting Standards

الفهرس

د	الاهداء
أ	الإقرار
ب	الشكر والعرفان
ج	التعريفات
و	قائمة الاختصارات
ط	قائمة الجداول
ي	قائمة الأشكال
ي	قائمة الملاحق
ك	الملخص
ل	Abstract
1	الفصل الأول: الإطار العام للدراسة
2	1.1 المقدمة
3	2.1 مشكلة الدراسة
4	3.1 أهمية الدراسة
5	4.1 هدف الدراسة
6	5.1 حدود الدراسة
6	6.1 محددات الدراسة
7	الفصل الثاني: الإطار النظري "هيكل رأس المال ونظرية الوكالة"
8	1.2 مقدمة
8	2.2 هيكل رأس المال (Capital Structure)
9	1.2.2 تعريف رأس المال
10	2.2.2 تعريف هيكل رأس المال
11	3.2.2 مكونات هيكل رأس المال
13	4.2.2 نظريات هيكل رأس المال
19	5.2.2 تكلفة رأس المال
26	3.2 نظرية الوكالة (Agency Theory)
26	1.3.2 الإدارة
27	2.3.2 تعريف نظرية الوكالة (Agency Theory Definition)

28	3.3.2 مشكلة نظرية الوكالة (Agency Problem)
28	4.3.2 تكلفة الوكالة
30	4.2 الواقع الفلسطيني
30	1.4.2 تطور الاقتصاد الفلسطيني
31	2.4.2 الملكية في بيئة الاقتصاد الفلسطيني
32	3.4.2 بورصة فلسطين
33	5.2 الدراسات السابقة
33	1.5.2 الدراسات العربية:
41	2.5.2 الدراسات الأجنبية
48	3.5.2 محاور الدراسات السابقة
52	4.5.2 ملخص الدراسات السابقة
65	5.5.2 ما يميز هذه الدراسة
66	الفصل الثالث: منهجية وفرضيات الدراسة
67	1.3 منهجية الدراسة
67	2.3 فرضيات الدراسة
68	3.3 نموذج الدراسة
68	4.3 أداة الدراسة والأساليب الإحصائية المستخدمة
69	5.3 مجتمع وعينة الدراسة
69	6.3 وسائل جمع البيانات
69	7.3 متغيرات الدراسة وطرق حسابها
73	8.3 التوزيع الطبيعي للمتغيرات
74	الفصل الرابع: تحليل البيانات ومناقشة النتائج
75	1.4 تحليل البيانات
75	1.1.4 مكونات هيكل رأس المال في الشركات الفلسطينية
76	2.1.4 تكلفة هيكل رأس المال في الشركات الفلسطينية
77	3.1.4 تحليل الفرضيات
96	2.4 مناقشة النتائج
98	الفصل الخامس: الاستنتاجات والتوصيات

99.....	1.5 الاستنتاجات
100.....	2.5 التوصيات:
101.....	قائمة المراجع
101.....	المراجع العربي
103.....	References المراجع الأجنبية
109.....	الملاحق

قائمة الجداول

52.....	جدول رقم 1 ملخص الدراسات السابقة
73.....	جدول رقم 2 توزيع البيانات (Test of Normality)
78.....	جدول رقم 3 قيمة تكلفة رأس المال وتكلفة نظرية الوكالة لعينة الدراسة
79.....	جدول رقم 4 نتائج اختبار معامل الانحدار المعياري (Standardized Regression) لتكلفة هيكل رأس المال على تكلفة نظرية الوكالة في الشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين
80.....	جدول رقم 5 قيمة المصاريف المدفوعة وتكلفة الوكالة لعينة الدراسة
81.....	جدول رقم 6 نتائج اختبار معامل الانحدار المعياري (Standardized Regression) لمصاريف الفوائد على تكلفة نظرية الوكالة في الشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين
82.....	جدول رقم 7 قيمة المصاريف المدفوعة وتكاليف التدقيق الداخلي لعينة الدراسة
83.....	جدول رقم 8 نتائج اختبار معامل الانحدار المعياري (Standardized Regression) لمصاريف الفوائد على تكاليف التدقيق الداخلي
84.....	جدول رقم 9 قيمة المصاريف المدفوعة وتكاليف التدقيق الخارجي لعينة الدراسة
85.....	جدول رقم 10 نتائج اختبار معامل الانحدار المعياري (Standardized Regression) لمصاريف الفوائد على تكاليف التدقيق الخارجي في الشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين
86.....	جدول رقم 11 قيمة المصاريف المدفوعة وتكاليف الترابط لعينة الدراسة
87.....	جدول رقم 12 نتائج اختبار معامل الانحدار المعياري (Standardized Regression) لمصاريف الفوائد على تكاليف الترابط في الشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين
88.....	جدول رقم 13 قيمة التوزيعات وتكلفة الوكالة لعينة الدراسة
89.....	جدول رقم 14 نتائج اختبار معامل الانحدار المعياري (Standardized Regression) للتوزيعات على تكلفة الوكالة في الشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين
90.....	جدول رقم 15 قيمة التوزيعات وتكاليف التدقيق الداخلي لعينة الدراسة
91.....	جدول رقم 16 نتائج اختبار معامل الانحدار المعياري (Standardized Regression) للتوزيعات على تكاليف التدقيق الداخلي في الشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين
92.....	جدول رقم 17 قيمة التوزيعات وتكاليف التدقيق الخارجي لعينة الدراسة
93.....	جدول رقم 18 نتائج اختبار معامل الانحدار المعياري (Standardized Regression) للتوزيعات على تكاليف التدقيق الخارجي في الشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين

- جدول رقم 19 قيمة التوزيعات وتكاليف الترابط لعينة الدراسة.....94
- جدول رقم 20 نتائج اختبار معامل الانحدار المعياري (Standardized Regression) للتوزيعات على تكاليف الترابط في الشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين.....95

قائمة الأشكال

- شكل رقم 1 متوسط القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين لعام 201933
- شكل رقم 2 متغيرات الدراسة.....68

قائمة الملاحق

- ملحق رقم 1: قائمة القيمة السوقية للشركات المدرجة في بورصة فلسطين كما هو بتاريخ 2019/12/31.
- 109 (بورصة فلسطين، 2019).
- ملحق رقم 2 نسبة كل من أدوات الدين وأدوات الملكية من مجموع رأس المال كما هو بتاريخ 2019/12/31.
- 111 (بورصة فلسطين، 2019).
- ملحق رقم 3 مجموع تكلفة رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين كما هو بتاريخ 2019/12/31 م.
- 114.....
- ملحق رقم 4 جدول بيانات احتساب تكلفة هيكل رأس المال باستخدام معادلة WACC لعام 2019..... 117
- ملحق رقم 5 جدول بيانات احتساب تكلفة هيكل رأس المال باستخدام معادلة WACC لعام 2018..... 118
- ملحق رقم 6 جدول بيانات احتساب تكلفة هيكل رأس المال باستخدام معادلة WACC لعام 2017..... 119
- ملحق رقم 7 جدول بيانات احتساب تكلفة هيكل رأس المال باستخدام معادلة WACC لعام 2016..... 120
- ملحق رقم 8 قائمة المعادلات.....121

أثر تكلفة هيكل رأس المال على تكلفة نظرية الوكالة. (دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين)

اعداد: حليمة رضوان يوسف قراقع

اشراف: د. كامل أبو كويك

الملخص

هدفت الدراسة إلى تحليل أثر تكلفة هيكل رأس المال (الفوائد وتوزيعات الأرباح) على تكلفة نظرية الوكالة المتمثلة بتكاليف الترابط وتكاليف الرقابة، وتم استثناء قيمة التكلفة المتبقية من تكاليف الوكالة، وذلك لعدم وجود مقياس واضح لها. وتمثل مجتمع الدراسة بالشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين، والتي تشكل 24 شركة، بينما تمثلت عينة الدراسة بـ 22 شركة صناعية وخدماتية، وتم جمع البيانات للفترة المالية ما بين عام 2016 إلى 2019. وافترضت الدراسة فرضية رئيسية متمثلة بعدم وجود أثر لتكلفة هيكل رأس المال على تكلفة الوكالة للشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين. واختبار الفرضية الرئيسية والفرضيات الفرعية تم استخدام برنامج التحليل الاحصائي SPSS لتحليل البيانات الرقمية وذلك من خلال اختبار الانحدار المعياري.

ومن أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة هي عدم وجود أثر مباشر بين تكلفة هيكل رأس المال وتكلفة نظرية الوكالة، ولكن عند دراسة أثر المتغيرات الفرعية المستقلة على المتغيرات التابعة، ظهر أن مصاريف الفوائد المدفوعة لا تؤثر على تكلفة الوكالة، إلا أن التوزيعات لها أثر ايجابي على تكلفة الوكالة. وأوصت الدراسة بمجموعة من التوصيات وكان أهمها الاعتماد على أدوات الدين عند رغبة الشركات في زيادة تمويلها، حيث تبين أنه تكلفة هذه الديون (التمثلة بالفوائد) لا تؤثر على زيادة تكلفة الوكالة في الشركات. كما أوصت بالتقليل من الاعتماد على اصدار أسهم جديدة في حال الرغبة بزيادة رأس المال، وذلك لما للتوزيعات (تكلفة الأسهم) من أثر طردي على تكلفة الوكالة.

الكلمات المفتاحية: رأس المال، هيكل رأس المال، تكلفة رأس المال، نظرية الوكالة، تكلفة الوكالة.

The impact of Cost of Capital Structure on the Cost of Agency Theory (Empirical study on the Industrial and Service Companies listed on Palestine Exchange)

Prepared by: Halima Radwan Yousef Qaraqe

Supervisor: Dr. Kamel Abu Kuwiek

Abstract

The main objective of this study is to analyze the impact of the cost of capital structure (interest expense and dividends) on agency cost which is represented by bonding and monitoring cost, and residual losses were excluded from the calculation of agency cost due to the lack of a determined measure for it. The study population consists of the industrial and service companies listed on the Palestine Exchange, which are 24 companies, while the study sample consisted only of 22. The data was collected for the period between 2016 and 2019. The study assumed a major hypothesis represented by the absence of a statistically significant effect of the cost of the capital structure on the agency cost for listed industrial and service companies. The SPSS statistical analysis program was used to test the hypotheses through Standardized Regression test.

The principal result of the study showed that there is no direct impact of capital structure cost on the cost of the agency theory, but when examining the effect of the independent sub-variables on the dependent sub-variables, results showed that the interest expenses did not affect the agency cost, while, distributions have a positive impact on the agency cost. So, one of the most important recommendations of the study is, when companies want to refund, they should rely on debt instruments, because the cost of these debts (represented by interest) does not affect the agency costs in companies. In addition, is also recommended to reduce reliance on the issuance of new shares to increase the capital, since the distributions (the cost of shares) have a direct positive impact on the cost of the agency.

Key words: Capital, Capital Structure, Cost of Capital, Agency Theory, Agency Cost.

الفصل الأول: الإطار العام للدارسة

1.1 المقدمة

القرار التمويلي يعتبر من أهم القرارات المتخذة في الشركة، فهيكّل التمويل هو عمود الأساس في أي شركة، إذ هو الطريقة التي يتم بها تمويل أصول الشركة، أي أنه يمثل الجانب الأيسر من قائمة المركز المالي للشركة، والتي تشمل كلاً من الالتزامات طويلة الأجل وقصيرة الأجل، بالإضافة إلى حقوق الملكية (Surbhi, 2018). وفي هذا السياق، فإن هيكّل رأس المال يغطي فقط جزء من هيكّل التمويل ألا وهو مصادر التمويل طويلة الأجل فقط. وتتنوع مصادر التمويل في هيكّل رأس المال من أدوات دين وأدوات ملكية، وكلاً من هذه المصادر لها تكلفة وهي ما تعرف بتكلفة هيكّل رأس المال. ويمكن تعريف "تكلفة هيكّل رأس مال الشركات" على أنها تكلفة المزيج بين الالتزامات المالية المستخدمة في تمويل عملياتهم، وهي تكلفة الديون المتمثلة بالفوائد وتكلفة حقوق الملكية المتمثلة بتوزيعات الأرباح (Brealey & et al, 2014).

ولضبط الجوانب الإدارية في الشركات يتم تكوين حوكمة الشركة الا وهي مجموعة الممارسات والنظم والقواعد التي يتم من خلالها تشغيل وإدارة ورقابة الشركات. وتحدد الحقوق والمسؤوليات والواجبات لكافة الاطراف بالشركة وتحدد ايضاً القواعد والاجراءات اللازمة لاتخاذ القرارات بالشركة ويساعد هيكّل الحوكمة المثالي على تحقيق منافع كافة اصحاب المصالح بالشركة مثل حملة الأسهم ومجلس الإدارة من خلال التحقق من ان الشركة تدار بشكل اخلاقي وقانوني في ضوء ما يسمى بقواعد ممارسة حوكمة الشركات التي تصدرها الجهات الرقابية بالدولة (Becht & et al, 2005). أي أن لحوكمة الشركات دور أساسي في ضبط علاقة الوكالة التي تنشأ بين المساهمين ومجلس الإدارة. وعلاقة الوكالة هي ما يطلق عليها نظرية الوكالة. ويمكن تعريف **نظرية الوكالة** المسماة أيضاً بنموذج المالك-الوكيل على أنها عقد يقوم شخص أو أكثر (المالك) بإشراك شخص آخر (الوكيل)، لأداء بعض الخدمات نيابة عنه والتي تتضمن تفويض الوكيل بعض السلطات والصلاحيات لاتخاذ القرارات (Schroeder & et al, 2014). وهذه علاقات قد ينتج عنها مشكلة تضارب المصالح بين المساهمين والمدراء، إذ المساهمين دائماً يسعون نحو زيادة ثروتهم، ولكن الإدارة تتخذ بعض القرارات المالية والإدارية التي قد لا تعود بشكل مباشر إلى زيادة ثروة المساهمين أو تتماشى مع مصالحهم. وقد حاول المالك الحد من اختلافات مصلحة الوكيل عن مصلحته من خلال إنشاء التعويضات والعلاوات مناسبة للوكيل لتقريب مصالحهم بالإضافة إلى تحمل تكاليف الرقابة (المالية وغير المالية) بواسطة التدقيق الداخلي والخارجي

للمحد من إجراءات الوكيل المتعارضة مع مصلحة المالك، وهذا ما يسمى "بتكلفة نظرية الوكالة" (Kochhar, 1997).

وتهدف هذه الدراسة لتسليط الضوء على تكلفة هيكل رأس المال في الشركات الفلسطينية ومدى الالتزام في نظرية الوكالة والتكاليف المتكبدة من أجل تقليل مشكلة الوكالة، وذلك من أجل قياس وتحليل أثر تكلفة هيكل رأس المال على تكلفة نظرية الوكالة في الشركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين.

2.1 مشكلة الدراسة

بعد البحث الأولي ظهرت مؤشرات عدم رضى المساهمين عن قرارات مجلس الإدارة بشكل كامل ولا تتوافق مع تعظيم ثروتهم، أي أنه فعلاً هناك وجود لمشكلة الوكالة في الشركات الفلسطينية. كما توسعت رؤوس الأموال وتنوعت المصادر المالية المختلفة وتعددت أدوات الملكية وأدوات الدين المستخدمة في الشركات الفلسطينية، وأيضاً تبين من البحث الأولي ارتفاع تكاليف التمويل في معظم الشركات المساهمة.

فلذلك يمكن التعبير عن مشكلة الدراسة في الأسئلة التالي:

1.2.1 ما طبيعة هيكل رأس مال الشركات الخدمائية والصناعية الفلسطينية المدرجة في بورصة فلسطين؟

2.2.1 ما مدى وجود في نظرية الوكالة في الشركات الخدمائية والصناعية الفلسطينية المدرجة في بورصة فلسطين؟

3.2.1 ما أثر تكلفة هيكل رأس المال المتمثلة بـ (مصاريف الفوائد المدفوعة والتوزيعات) على تكلفة نظرية الوكالة المتمثلة بـ (تكاليف التدقيق الداخلي وتكاليف التدقيق الخارجي وتكاليف الترابط) في الشركات الصناعية والخدمائية المدرجة في بورصة فلسطين؟

3.1 أهمية الدراسة

الأهمية النظرية:

أهمية الدراسة النظرية متمثلة بإثراء الأدبيات المالية حول هيكل رأس المال ونظرياته ومكوناته وتكلفته. من خال الاضافة إلى ادبيات نظرية الوكالة ومشكلة الوكالة وتكلفة نظرية الوكالة.

الأهمية التطبيقية:

أهمية الدراسة التطبيقية متمثلة بالنواحي التالية:

- 1) معرفة شكل هيكل رأس المال في الشركات المساهمة الفلسطينية وتكلفته وأهميته بالنسبة للمستثمرين.
- 2) معرفة أثر مكونات هيكل رأس المال سواء من أدوات ملكية أو من أدوات دين على إدارة الشركة ونظرية الوكالة.
- 3) معرفة أثر تكلفة هيكل رأس المال وتكلفة مكوناته المتمثلة بمصاريف الفوائد المدفوعة (تكلفة أدوات الدين) والتوزيعات (تكلفة أدوات الملكية) على تكاليف الوكالة بشكل عام وعلى كل واحدة من مكوناتها المتمثلة بتكاليف الرقابة (التدقيق الداخلي والتدقيق الخارجي) وتكاليف الترابط.
- 4) تقديم النصائح والتوصيات للشركات المدرجة حول التشكيلة الأمثل لهيكل رأس المال سواء من أدوات ملكية أو أدوات دين أو دمج بينهما، وذلك بناءً على تكلفتهم من أجل تقليل تكاليف الوكالة قدر الإمكان، خصوصاً في ظل بيئة استثمارية متأثرة بظروف سياسية خاصة ومحدودية الموارد المتاحة أمام المستثمرين والشركات.
- 5) بالإضافة لتقديم التوصيات حول الطرق المثلى للحد من تضارب المصالح بين المساهمين والمدراء.

إن الشركات الفلسطينية تسعى إلى توسيع رأس مالها باستغلال الموارد المتاحة لها بالطريقة المثلى، وعلى ذلك تكمن أهمية الدراسة في تقديم المعلومات اللازمة للشركات حول هيكل رأس المال وتكلفته وأثره على نظرية الوكالة.

4.1 هدف الدراسة

تهدف الدراسة إلى الكشف عن أثر تكلفة هيكل رأس المال على تكلفة نظرية الوكالة، وبناءً عليه تتمثل أهداف الدراسة بالنقاط التالية:

1. التعرف على طبيعة هيكل رأس مال وتكلفته في الشركات الخدمائية والصناعية الفلسطينية المدرجة في بورصة فلسطين.

2. التعرف على مدى وجود نظرية الوكالة في الشركات الخدمائية والصناعية الفلسطينية المدرجة في بورصة فلسطين.

3. تحليل أثر تكلفة هيكل رأس المال على تكلفة نظرية الوكالة في الشركات الصناعية والخدمائية المدرجة في بورصة فلسطين. ووصولاً لهذا الهدف تم تحديد الأهداف الفرعية التالية:

أولاً: تحليل أثر مصاريف الفوائد المدفوعة على تكلفة الوكالة في الشركات الصناعية والخدمائية المدرجة في بورصة فلسطين. ومنها يندرج الأهداف التالية:

أ. تحليل أثر مصاريف الفوائد المدفوعة على تكاليف التدقيق الداخلي في الشركات الصناعية والخدمائية المدرجة في بورصة فلسطين.

ب. تحليل أثر مصاريف الفوائد المدفوعة على تكاليف التدقيق الخارجي في الشركات الصناعية والخدمائية المدرجة في بورصة فلسطين.

ج. تحليل أثر مصاريف الفوائد المدفوعة على تكاليف الترابط في الشركات الصناعية والخدمائية المدرجة في بورصة فلسطين.

ثانياً: تحليل أثر التوزيعات على تكلفة الوكالة في الشركات الصناعية والخدمائية المدرجة في بورصة فلسطين. ومنها يندرج الأهداف الفرعية التالية:

أ. تحليل أثر التوزيعات على تكاليف التدقيق الداخلي في الشركات الصناعية والخدمائية المدرجة في بورصة فلسطين.

ب. تحليل أثر التوزيعات على تكاليف التدقيق الخارجي في الشركات الصناعية والخدمائية المدرجة في بورصة فلسطين.

ج. تحليل أثر التوزيعات على تكاليف الترابط في الشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين.

5.1 حدود الدراسة

1.5.1 الحدود الموضوعية: اقتصرَت الدراسة على تحليل أثر تكلفة هيكل رأس المال وكل من (مصاريف الفوائد المدفوعة والتوزيعات) على كل من تكلفة الوكالة بشكل عام وعلى تكاليف التدقيق الداخلي وتكاليف التدقيق الخارجي وتكاليف الترابط، وذلك لعينة من الشركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين.

2.5.1 الحدود الزمنية: تضمنت الدراسة فترة أربع سنوات ممتدة من عام 2016 حتى عام 2019.

3.5.1 الحدود المكانية: اقتصرَت الدراسة فقط على الشركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين.

6.1 محددات الدراسة

إن عدم استمرار العديد من الشركات في التداول لفترة طويلة أدى إلى تقليص الفترة الزمنية التي أجريت عليها الدراسة فاقترحت على الفترة ما بين 2016-2019 نظراً لوجود عدد كافٍ من الشركات المدرجة التي بدأت واستمرت بالتداول خلال هذه الفترة. كما تم استبعاد عدد من الشركات، وذلك لعدم توفر بيانات مالية منشورة محدثة لها.

ومن أهم المحددات التي واجهت إتمام الدراسة هو مرض كورونا والتعطيل في عمل العديد من المؤسسات والأشغال خلال هذه الفترة، إذ حدّت من إمكانية وسهولة التواصل مع الشركات من أجل الحصول على معلومات وبيانات إضافية غير المنشورة عبر الانترنت.

الفصل الثاني: الإطار النظري " هيكل رأس المال ونظرية الوكالة"

1.2 مقدمة

يتناول هذا الفصل أهم ما ذكر في الأدبيات العربية والأجنبية ذات العلاقة في رأس المال وهيكله وتكلفته، وتطور نظرية الوكالة على مستوى الشركات العالمية واستعراض طرق حساب تكلفة الوكالة، كما تسلط الدراسة على الواقع الفلسطيني بين الفترات التاريخية المتتالية، ومدى تطور الأعمال والشركات وتطور رأس المال إلى هيئات مختلفة. وآخر استعراض مجموعة من الدراسات والأبحاث السابقة العربية والأجنبية التي بحثت بمواضيع ذات صلة بهذه الدراسة.

2.2 هيكل رأس المال (Capital Structure)

هيكل التمويل هو عمود الأساس في أي شركة، إذ هو الطريقة التي يتم بها تمويل أصول الشركة، أي أنه يمثل الجانب الأيسر من قائمة المركز المالي للشركة، والتي تشمل كلاً من الالتزامات طويلة الأجل وقصيرة الأجل، بالإضافة إلى حقوق الملكية (Surbhi, 2018). فإن هيكل رأس المال يعتبر جزء من هيكل التمويل، إذ هيكل رأس المال يغطي فقط مصادر التمويل طويلة الأجل. فالقرارات المالية وقرار اختيار مصادر تمويل هيكل رأس المال المثلى، تعتبر من أهم القرارات المتخذة في الشركات.

بدأ التطرق إلى موضوع هيكل الملكية منذ عام 1932 من خلال (Berle and Means, 1932) حيث يعتبر هيكل الملكية مهم في وضع أهداف أي شركة وتعظيم ربحيتها وثروة المساهمين والتي تعتبر الهدف الرئيسي للمستثمرين، ومنذ أن بدأ الجدل حول نظرية الوكالة من قبل (Jensen and Meckling, 1976) وما ينتج عنها من مشاكل كتضارب مصالح المالكين والإدارة وغيرها من المشاكل، لم يتوقف الباحثين عن دراسة العوامل المؤثر على تكلفة الوكالة وذلك سعياً لتحديد أفضل الممارسات للتخلص أو الحد منها، وتشير معظم الأدبيات أن قرارات هيكل الملكية وهيكل رأس المال تنعكس على محاولات التخفيف من حدة مشاكل الوكالة بين مختلف أصحاب المصالح في الشركة (Ibrahim & Saad, 2011). بحيث تطور هيكل رأس المال وتنوعت أشكاله مع تطور الأعمال عبر العصور، وظهرت أدوات

الدين بالإضافة إلى أدوات الملكية كمصادر تمويل رأس المال في معظم الشركات وذلك مع بداية انفصال الملكية عن الإدارة واستبدال الرأس المال العائلي.

1.2.2 تعريف رأس المال

كلما تعقدت وتطورت مجالات العمل في الشركات وتوسع حجم الشركات وحجم انتاجها فإنها تحتاج إلى تطوير رأس المال ليكون قادراً على أن يواكب هذا التطور والتوسع. فيجدر الذكر أن رأس المال بدايةً كان ينحصر ضمن إطار ملكية فردية تابعة لمنشآت صغيرة، ومع تطور الأعمال والاقتصاد بدأت المنشآت بالتوسع وخروج ملكية رأس المال من إطار الملكية الفردية ليمتد إلى ملكية مشتركة على شكل شركات عائلية، وشركات أشخاص غير عائلية، ومن إيجابيات هذا الشكل من الشركات أنها تتسم بسهولة تكوينها، إلا أن من سلبياته صعوبة الحصول على التمويل الإضافي اللازم للاستثمار من قبل المالك أو المالكين من أجل نمو الشركة، بالإضافة إلى صعوبة نقل الملكية من شريك لآخر. ولكي تتمكن الشركات ذات النمو المتسارع والتي تحتاج إلى زيادة تمويلها من استغلال الفرص المتاحة في السوق، كان لا بد من ظهور شكل أوسع لملكية رأس المال من الملكية الفردية أو شركات الأشخاص، فمن هنا ظهرت الشركات المساهمة ذات الملكية المشتركة المقسمة إلى حصص على شكل أسهم. ومن إيجابيات الشركات المساهمة سهولة نقل ملكية رأس المال كونه مقسم إلى أسهم يمكن تداولها في السوق المالي بشكل سهل نسبياً، مما يجعل الحصول على تمويل إضافي أكثر سهولة بالنسبة للشركات المساهمة مقارنة مع شركات الأشخاص أو المنشآت الفردية، وهذا يسمح للشركات المساهمة بالنمو لتأخذ شكل الشركات العملاقة التي نراها اليوم (عاصي، 2016).

أي أن طبيعة وتكوين رأس المال في الشركات المساهمة تختلف عن رأس المال في شركات الأشخاص، وبموجب المفهوم المالي لرأس المال تم تعريف رأس المال على أنه مرادف لصافي الأصول أو حقوق الملكية للمشروع، وفي الشركات المساهمة يكون مقسم إلى حصص على شكل أسهم (عادية وممتازة) يمكن تداولها. أما تحت المفهوم المادي لرأس المال فإن رأس المال يعتبر القدرة الإنتاجية للمشروع (Schroeder & et al, 2014).

إن القيمة الإجمالية للشركة قد تزيد من خلال تخفيض تكلفة رأس المال. وعندما تكون تكلفة رأس المال أقل ما يمكن وتكون قيمة الشركة أكبر ما يمكن، هنا نحقق ما يسمى بهيكل رأس

المال الأمثل للشركة، أي التركيبة الأمثل لهيكل رأس المال من أدوات ملكية وأدوات دين بناءً على تكلفة كل منهم، وهذا هو ما تنص عليه نظرية صافي الدخل والتي تعتبر من النظريات الأساسية في هيكل رأس المال (Mundy, 1992).

2.2.2 تعريف هيكل رأس المال

إن قرار التمويل متعلق بتحديد هيكل التمويل الأمثل للشركة، أي المزيج التمويلي الذي يقلل من تكلفة رأس المال إلى أدنى حد ممكن، كما ويقلل من مخاطر الشركة، ويساهم في تعظيم القيمة السوقية للشركة، وبالتالي تعظيم ثروة المساهمين، حيث أن قدرة الشركة على تخفيض تكلفة رأس المال أي تكلفة التمويل طويل الأجل ستؤدي لزيادة القيمة السوقية للسهم، ولذلك فإن قرار التمويل يعتبر من أعقد القرارات التي يتخذها مجلس الإدارة في الشركة بسبب انعكاسه المباشر على الشركة ككل. (مقابلة، 2018)

كذلك فإن عملية تحديد هيكل رأس المال الأمثل للشركة لا يعتبر بالأمر السهل. حيث أن اختيار مزيج أدوات الدين وأدوات الملكية لهيكل رأس مال الشركة لا بد أن يتم في ضوء المفاضلة بين مصادر التمويل المتاحة من حيث تكلفة كل مصدر تمويل والمخاطر التي يتضمنها.

إن هيكل رأس المال الأمثل يعتمد على العديد من العوامل المنبثقة عن خصائص أدوات الدين، وخصائص أدوات الملكية، والموازنة بينهما وبين تكلفتها، فإذا قررت الشركة الحصول على التمويل عن طريق أدوات الدين فإن الدائنون يتوقعون أن تقوم الشركة بسداد الفوائد وأقساط القروض أو أدوات الدين المختلفة في المواعيد المحددة، وفشل الشركة في سداد الدين أو فوائده قد ينتج عنه إجراءات قانونية من قبل الدائنين، لذلك يتطلب الاعتماد على القروض وأدوات الدين كمصدر لتمويل رأس المال ضرورة توفير إيرادات كافية تساهم في سداد حقوق الدائنين، وفي الوقت نفسه توفير أرباح كافية لحملة الأسهم (Mishkin & Serletis, 2011)

أما التمويل عن طريق أدوات الملكية فإنه لا يشكل أي التزام على الشركة، وقيام الشركة بتوزيع جزء من أرباحها على المساهمين لا يعتبر إلزاماً على الشركة لأن قرار توزيع الأرباح

أو جزء منها أو عدم التوزيع خاضع للشركة نفسها، لكن عملية الحصول على التمويل من خلال الملكية سيتسبب في توسيع عدد المساهمين والتأثير على القوة التصويتية للسهم وقد يؤدي إلى التأثير على هيكل ملكية الشركة ككل. (مقابلة، 2018)

ومن ناحية أخرى، فإن الفوائد المدفوعة على الديون تعتبر معفاة من ضريبة الدخل، وبالتالي فإن قيمة الفوائد تخصم من الدخل الخاضع للضريبة ما يؤدي لتقليل الضريبة المدفوعة وهو ما يعرف بالدرع الضريبي، الناتج عن الدين. أما توزيعات الأرباح الموزعة للمساهمين فلا تعتبر معفاة من الضريبة وبالتالي فإنها لا تسبب أي وفورات ضريبة للشركة، أي أن التمويل من خلال أدوات الدين بالرغم من أنه يعتبر عبئاً على الشركة إلا أنه يمتاز فوائده بالوفر الضريبي، وبالنسبة للتمويل عبر أدوات الملكية فإنه لا يشكل أي التزام على الشركة ولكن التوزيعات الموزعة لا تتمتع بميزة الوفر الضريبي.

وعلى ذلك فإن مفهوم هيكل رأس المال يشير إلى الطريقة التي تمول الشركة عملياتها الإجمالية ونموها وذلك باستخدام مصادر مختلفة من الأموال، إما على شكل أدوات دين متمثلة بقروض أو أوراق مالية طويلة الأجل، أو على شكل أدوات ملكية متمثلة بأسهم عادية أو أسهم ممتازة أو الأرباح المحتجزة (Tuovial, 2019).

3.2.2 مكونات هيكل رأس المال

هناك عدة عوامل تحدد قرار اختيار أدوات التمويل المناسبة لهيكل رأس مال الشركة، فحجم الشركة، قيمة التمويل، تكلفة التمويل، مدة التمويل، القدرة المالية للشركة، واستقرار المبيعات إذ يدل على قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها، وتأخذ الشركات معظم هذه العوامل بعين الاعتبار قبل اتخاذ قرار إصدار أدوات ملكية أو أدوات دين من أجل تمويل هيكل رأس المال (الأحمر، 2018).

1.3.2.2 أدوات الملكية

بناءً على المعيار *Statement of Financial Accounting Standards (SFAS) No. 115* تعرف أدوات الملكية بأنها أي ضمان يمثل حق ملكية في مؤسسة (على سبيل المثال، الأسهم العادية أو الأسهم الممتازة أو أي رأس مال آخر) أو الحق في اكتساب ملكية في مؤسسة (على سبيل المثال، الضمانات وخيارات الأسهم) أو التخلص من حق ملكية (على سبيل المثال، خيارات البيع)، بسعر ثابت أو يمكن تحديده. فتعتبر أدوات الملكية جزء من حقوق الملكية إذ تمثل رأس المال في الشركة، حيث أن مكونات حقوق الملكية هي رأس المال الممثلة بأدوات الملكية وقد تكون أسهم عادية أو أسهم ممتازة، الأسهم غير المالية، خيارات الأسهم، الحصص الإضافية، الدخل الشامل، والدخل المتراكم (Schroeder & et al, 2014).

تظهر حقوق الملكية في المركز المالي للشركة وهي واحدة من المقاييس المالية الأكثر شيوعاً التي يستخدمها المحللون لتقييم الوضع المالي للشركة. يمكن أن تمثل حقوق المساهمين أيضاً القيمة الدفترية للشركة (Kenton & Murphy, 2019).

2.3.2.2 أدوات الدين

يتم تصنيف أدوات الدين ضمن الالتزامات والتي تعرف بأنها التوضيحات المستقبلية المحتملة للمنافع الاقتصادية الناشئة عن الالتزامات الحالية لشركة أو فرد معين لنقل أصول أو تقديم خدمات إلى شركة أو فرد آخر في المستقبل نتيجة المعاملات أو الأحداث السابقة. بمجرد تحديد الالتزام وقياسه، يتم تصنيفه إما كالتزام حالي قصير الأجل أو طويل الأجل، ويتم تصنيف الالتزام ضمن الالتزامات طويلة الأجل استناداً على مبدأ السنة الواحدة أو دورة تشغيل الحالية (Schroeder & et al, 2014).

أكثر أشكال الالتزامات طويلة الأجل شيوعاً هي الأوراق المالية الدائنة مثل السندات طويلة الأجل، وعقود الإيجار، ومخصصات التقاعد، والضرائب المؤجلة، والتأجيلات الأخرى طويلة الأجل، وتمويلات خارج المركز المالي، والمشتقات مثل العقود الآجلة، وأحياناً الالتزامات المحتملة الأخرى مثل الدعاوى القضائية المعلقة وغيرها. إن تمويل باستخدام أدوات الدين المختلفة هو نشاط محدد زمنياً حيث يحتاج المقترض إلى سداد القرض أو الدين مع الفائدة في

نهاية الفترة المتفق عليها. وإن من أسباب لجوء الشركات لاستخدام أدوات الدين في تمويل عملياتها قد يعود لعدم القدرة على توفير المبلغ اللازم من أموال الشركاء الشخصية، والسبب الأهم أن من مميزات التمويل بالدين هي حقيقة أنك لا تفقد ملكيتك في الشركة (Schroeder & et al, 2014).

4.2.2 نظريات هيكل رأس المال

لقد تم اجراء العديد من الدراسات عن الجوانب المختلفة لهيكل رأس المال من مختلف الدول حول العالم حتى تم الوصول إلى النظريات التي تتناول مفهوم وتركيبه هيكل رأس المال، ومن أشهر هذه النظريات التالي:

1.4.2.2 نظرية التبادل (Tread-off Theory):

النظرية الأولى التي تم تطويرها لشرح محددات أو مكونات هيكل رأس المال للشركات كانت نظرية التبادل الثابتة. ضمن هذه النظرية تحدد الشركة الهدف التي تسعى لتحقيقه من نسبة الدين إلى حقوق الملكية، وتتحرك تدريجياً نحو تحقيق والمحافظة على هذا الهدف، ويتم تحديد الرفع المالي للشركة وهو مدى اعتماد الشركة على الالتزامات في تمويل هيكل رأس مالها، من خلال التبادل بين تكاليف وفوائد الاقتراض أو التداين مع الحفاظ على قيمة أصول الشركة واستثماراتها ثابتة (Myers, 1984).

وتعتبر نظرية (Modigliani-Miller Theorem) من أهم النظريات التي تدعم نظرية التبادل في هيكل رأس المال، وتم تطوير النظرية من قبل الاقتصاديين فرانكو موديليانى وميرتون ميلر في عام 1958. وتتناول هذه النظرية مجموعة من الافتراضات، ومنها أن الشركات تدفع الضرائب؛ وأن هناك تكاليف عمليات، وتكاليف إفلاس، وتكاليف وكالة؛ وأن المعلومات ليست متماثلة، كما تنص على أن الدرع الضريبي الناتج عن مدفوعات الفائدة المخصومة من الضرائب تجعل قيمة الشركة ذات الرافعة المالية أعلى من قيمة الشركة دون رافعة مالية. والأساس المنطقي وراء هذه النظرية هو أن مدفوعات الفائدة المخصومة من الضرائب تؤثر بشكل إيجابي على التدفقات النقدية للشركة، ونظراً لأنه يتم تحديد قيمة الشركة على أنها القيمة الحالية

للتدفقات النقدية المستقبلية، فإن قيمة الشركة ذات الرافعة المالية تكون أكبر من التي لا تمتلك رافعة مالية (Anne, 2008).

وأشارت نظرية التبادل إلى أن وصول الشركات إلى الرافعة المالية المثلى يتأثر بثلاثة عوامل، وهي الضرائب، وتكاليف الإفلاس، وتكاليف الوكالة (Myers, 1984).

■ **الضرائب:** كلما ارتفع معدل الضريبة فإن الشركات ستحاول زيادة التدفقات النقدية من خلال الدين، إذ أن الفوائد تقلل الدخل الخاضع للضريبة. وبالتالي هناك علاقة إيجابية بين معدل الضريبة والرافعة المالية.

■ **تكاليف الإفلاس:** احتمالية التخلف عن سداد الديون ترتفع من زيادة نسبة الديون المعتمدة في تمويل رأس المال عن الحد المثالي له، وفي حالة التخلف عن سداد الديون، فإن السيطرة على أموال الشركة ستتقل من يد المساهمين إلى يد الدائنين، إذ سيحاولون تحصيل أموالهم من خلال عملية تسوية الإفلاس.

■ **تكاليف الوكالة:** هي التكلفة المترتبة على مراقبة أداء المدراء للتأكد من أن أفعالهم تعزز مصلحة المساهمين، كلما زادت الحاجة لمراقبة الإدارة، ارتفعت تكلفة الوكالة. جميع التدفقات النقدية الناتجة عن الأرباح يجب أن تعود للمستثمرين على سبيل المثال على شكل توزيعات أرباح (Anne, 2008).

2.4.2.2 نظرية الالتقاط التدريجي (Pecking Order Theory):

النظرية الثانية لهيكل رأس المال الذي تم تطويرها من أجل شرح سلوك الشركات بعد أن فشلت نظرية التبادل بتفسيرها هي نظرية الالتقاط التدريجي (Myers, 1984). وهذه النظرية لا تعتبر أن هيكل رأس المال الأمثل هو نقطة انطلاق، ولكنها تؤكد أن الشركات تفضل التمويل الداخلي (كأرباح محتجزة أو أصول متداولة زائدة) أكثر من التمويل الخارجي. وفي حال لم تكن مصادر التمويل الداخلية كافية لتمويل هيكل رأس المال فقد تلجأ الشركات إلى التمويل الخارجي، ولكنها ستختار المصدر الأقل تكلفة. أي أن حسب نظرية الالتقاط التدريجي فإن ترتيب قرار التمويل يكون كالتالي: يجب أولاً أن تفضل الشركة تمويل نفسها داخلياً من خلال الأرباح المحتجزة، وإذا كان مصدر التمويل هذا غير متاح، فينبغي للشركة أن تمويل نفسها من خلال

الدين العادي، ثم اصدار الأوراق المالية الدائنة كالسندات، وأخيراً، وكحل أخير، تلجأ الشركة لتمول نفسها من خلال إصدار أسهم جديدة (Ali & et al, 2011).

يرجع سبب تفضيل أدوات الدين على أدوات الملكية إلى ارتفاع تكلفة إصدار الأسهم بالإضافة إلى الخوف من فقدان السيطرة على الشركة عند إصدار حقوق ملكية جديدة، إذ ذلك يعني توسيع قاعدة المساهمين، والعامل الأكثر تأثيراً على تطور هذه النظرية هو مشكلة تجانس المعلومات، حيث أنه عندما يكون المدراء على معرفة أوسع في شركتهم من بقية السوق والمساهمين، فيقومون مثلاً باتخاذ قرارات تمويل عبر إصدار أسهم جديدة بدلاً من الديون الخالية من المخاطر وهي التي يفضلها المساهمون، فإن ذلك سيؤثر بشكل كبير على تقييم قيمة الأسهم للشركة حسب تقييم السوق إذ أن المستثمرون الخارجيون يقومون بحساب سعر سهم الشركة عن طريق خصم القيمة الحالية للسهم بناءً على المعلومات المتوفرة لديهم. ولتجنب هذه المشاكل، يتجنب المديرون التمويل من خلال اصدار الأسهم كلما أمكن ذلك (Myers, 1984).

3.4.2.2 نظرية الوكالة (Agency Theory):

عرفت بدايةً نظرية الوكالة بنظرية المالك والوكيل، ظهرت من التشارك بين مجال الاقتصاد والنظريات المؤسسية في السبعينيات على يد (Jensen and Meckling, 1976). ولقد أصبحت النظرية تمتد إلى ما هو أبعد من الاقتصاد أو الدراسات المؤسسية لتشمل جميع أشكال عدم تجانس المعلومات وعدم اليقين والمخاطر (Eisenhardt, 1989). تم استخدام نظرية الوكالة كإحدى النظريات التي تفسر تركيبة رأس المال، ومدى رغبة الشركات في الاعتماد على مختلف أدوات التمويل في هيكل رأس المال. ولمعرفة ما تقتضيه نظرية الوكالة بخصوص الأداة الأفضل لتمويل رأس المال لا بد مع معرفة تعريف نظرية الوكالة.

تعرف علاقة الوكالة على أنها عقد يشترك بموجبه شخص واحد أو أكثر (المالك) مع شخص آخر (وكيل) لأداء بعض الخدمات نيابة عنه، ويترتب عليها تفويض بعض سلطات اتخاذ القرارات للوكيل. ولكن ينتج عن هذه العلاقة مشكلة تضارب المصالح بين الطرفين، إذ المدير

المسؤول عن تشغيل الشركة قد يميل إلى تحقيق أهدافه الشخصية بدلاً من السعي نحو زيادة عائدات المساهمين (Ali & et al, 2011).

وبناءً على فرضية التدفق النقدي الحر، يمكن القول إن المدراء سيستخدمون التدفق النقدي الحر الزائد المتاح لتحقيق مصالحهم الشخصية بدلاً من زيادة العوائد للمساهمين (Jensen & Ruback, 1983). وبالتالي، فإن

المشكلة الرئيسية التي يواجهها حملة الأسهم هي التأكد من أن المدراء لن يستثمروا التدفق النقدي الحر في مشاريع ذات صافي قيمة حالية غير مربحة أو سلبية. بدلاً من ذلك، يجب عليهم إعادة التدفقات النقدية إلى المساهمين، على سبيل المثال من خلال توزيعات الأرباح (Jensen, 1986). إن تكلفة مراقبة المدراء من قبل المساهمين لضمان أنهم يعملون لصالح المساهمين تعرف بتكلفة الوكالة. كلما زادت الحاجة إلى مراقبة المدراء، زادت تكلفة الوكالة.

اكتشف (Pinegar & Wilbricht, 1989) أنه يمكن التعامل مع مشكلة الوكالة من خلال زيادة مستوى الديون في هيكل رأس المال وبدون تسبب أي زيادة جوهرية في تكاليف الوكالة. كما أن زيادة نسبة الدين إلى حقوق الملكية سيساعد الشركات على ضمان أن المدراء يديرون العمل بشكل أكثر كفاءة. وبالتالي، وبدلاً من استثمار التدفق النقدي الحر في مشاريع ذات عوائد سلبية، سيتعين عليهم التأكد من سداد ديون الشركة. وبالتالي، يمكن استبدال المدراء غير القادرين على الوفاء بسداد الديون بمدراء أكثر كفاءة يمكنهم خدمة المساهمين أفضل. هذا يعني أن الشركات يمكنها استخدام مستوى الديون لمراقبة أداء المدراء.

في هذه الحالة، يمكن القول أن نظرية الوكالة تدعم اعتماد الشركات على أدوات الدين في تمويل هيكل رأس مالها إذ ذلك أفضل للمساهمين في التحكم بتصرف المدراء في استثماراتهم، ولكن لا يمكن التغاضي عن حقيقة أن ارتفاع مستويات الديون يزيد من تكلفة رأس المال وكذلك تكاليف الإفلاس.

4.4.2.2 نظرية توقيت السوق (Market Timing):

أكثر من تحدث حول نظرية توقيت السوق هم (Baker & Wurgler, 2002)، حيث قاما بتعريف نظرية توقيت السوق على أنها تشرح حول الكيفية التي تقرر بها الشركات في الاقتصاد ما إذا كانت ستمول استثماراتها بأدوات الملكية كالأسهم أو بأدوات الدين، وهي من النظريات العديدة حول تمويل رأس مال الشركات، وغالباً ما تكون مناقضة لنظرية الالتقاط التدريجي ونظرية التبادل. كما ويدعيان أن توقيت السوق هو المحدد الأول للشركات في قرار استخدام الأسهم أو أدوات الدين في تمويل هيكل رأس المال. بعبارة أخرى، إن الشركات عموماً لا تهتم بأي وسيلة ستمول رأس مالها سواء بأدوات الدين أو أدوات الملكية، إنما تنظر في وقت اتخاذ القرار، ايهما ذو قيمة أعلى في الأسواق المالية (Baker & Wurgler, 2002).

أما (Ali & et al, 2011) بين أن هذه النظرية تفترض أن الشركات تمول هيكل رأس مالها من خلال إصدار أسهم جديدة في حال ارتفعت القيمة السوقية للسهم، بينما تقلل اعتمادها على إصدار الأسهم في حال انخفضت القيمة السوقية للسهم، أي أن هيكل رأس المال يتأثر بتذبذب سعر السهم.

هناك نموذجان من توقيت سوق الأسهم التي تؤدي إلى هيكل رأس المال مماثلة؛ النموذج الأول يفترض أن الوكلاء الاقتصاديون يتصرفون بعقلانية، أي من المفترض أن الشركات تصدر الأسهم مباشرة بعد إصدار معلومات إيجابية مما يقلل من مشكلة عدم تناسق المعلومات بين الشركات. أما النموذج الثاني، السلوك غير العقلاني، يصدر المديرون الأسهم عندما يعتقدون أن تكلفتها منخفضة ولكن الانخفاض تم بشكل غير عقلائي، ويقومون بإعادة شراء الأسهم عندما يعتقدون أن تكلفتها مرتفعة ولكن الارتفاع بشكل غير عقلائي. هذا النموذج لا يطلب من المدراء التنبؤ بشكل جيد بعوائد الأسهم، إنما يفترض ببساطة أن المدراء يعتقدون أنهم يستطيعون ضبط الوقت في السوق (Ali & et al, 2011).

5.4.2.2 نظرية التدفق النقدي الحر (Free Cash Flow):

أول من تحدث عن نظرية التدفق النقدي الحر هو (Jensen, 1986) وتقرح نظريته أن توفر التدفق النقدي الحر تحت سيطرة الإدارة سيحثهم على استثمار النقد الإضافي في المشاريع

الغير مربحة (مشاريع ذات صافي قيمة حالية سلبية) مما يخلق مشكلة زيادة الاستثمار، وبالتالي زيادة التكاليف التي يتكبدها المساهمون، تسمى هذه التكاليف بتكاليف الاستثمار الزائد.

ويمكن القول ان التدفق النقدي الحر هو مقدار الأموال المتبقية بعد أن استثمرت الشركة في جميع المشاريع ذات صافي قيمة حالية موجبة، ومن الصعب حساب التدفق النقدي الحر للشركة نظرًا لأنه من المستحيل تحديد العدد الدقيق للاستثمارات المحتملة للشركة (Lang & et al, 1991).

واستناداً إلى اختبار توبين للجودة كمعيار لتحديد جودة الاستثمار، أظهرت الشركات ذات الجودة العالية أن الشركات كانت تستخدم تدفقاتها النقدية الحرة للاستثمار في مشاريع ذات صافي قيمة حالية إيجابية، في حين أظهرت الشركات ذات الجودة المنخفضة أن الشركات كانت تستثمر في مشاريع ذات صافي قيمة حالية سلبية وبالتالي، بدلاً من تلك الاستثمارات السلبية كان ينبغي سداد التدفقات النقدية الحرة للمساهمين على شكل توزيعات الأرباح (Lang & et al, 1991). يمكننا أن نستنتج أن استخدام التدفقات النقدية الحرة للاستثمار في مشاريع ذات صافي قيمة حالية سلبية يؤدي إلى زيادة في تكاليف الوكالة.

وبناءً على النظريات السابقة نجد أن هناك من الأشخاص من يعتقد أن الاعتماد في التمويل على أدوات الملكية مثل الأسهم أكثر من الاعتماد على أدوات الدين هو الأفضل، فالتعامل مع الكثير من الديون سيؤدي إلى ارتفاع تكلفة الدين أعلى من تكلفة الأسهم. وذلك لأن العامل الأكبر الذي يؤثر على تكلفة الدين هو سعر الفائدة للقرض، فالمزيد من الديون تعني دفع أكثر فائدة، فإذا واجهت شركة ما فترة بطيئة في المبيعات ولم تتمكن من توليد نقود كافية لسداد الديون، فقد تتخلف عن السداد، لذلك سيطلب الدائنون فوائد أعلى من الشركات التي لديها الكثير من الديون، لتعويضهم عن المخاطر الإضافية التي يتعرضون لها، مما سيؤدي إلى ارتفاع تكلفة الدين، وبالتالي ارتفاع تكلفة رأس المال (Kuligowski, 2019).

بينما بعض وجهاد النظر مثل الشركات الصناعية اليابانية إذ تشير أن الشركات اليابانية تعتمد بشكل كبير على الديون في تمويل رأس مالها، وذلك بسبب التقاطع والتداخل الكبير بين

الشركات، فمن أجل تقليل خطر استحواذ شركات أخرى عليها بالقوة فإنها تعتمد أكثر على مصادر تمويل خارجية (Cortez & Susanto, 2012).

وكذلك الشركات الأمريكية فإنها تتجه أكثر للاعتماد على الديون أكثر وذلك من منطلق أن الفوائد على الديون تقلل الدخل للأغراض الضريبية أما توزيعات الأرباح (تكلفة الأسهم) تقتطع من الدخل الصافي بعد الضريبة، لذلك الاعتماد على الديون في التمويل أكثر يقلل من تكلفة رأس المال (Roshan, 2009).

فلاحظ أن هناك اختلاف في الآراء حول التشكيلة الأمثل لهيكل رأس المال وهل يجب الاعتماد على الديون أكثر أم على حقوق الملكية في تمويل رأس المال، ولكن المتفق عليه أن كل من الديون وحقوق الملكية لهم تكلفة وبناءً على التشكيلة المعتمدة لهيكل رأس المال يتم تحديد تكلفة رأس المال.

5.2.2 تكلفة رأس المال

إن الأموال المقدمة للشركات لتحقيق أهدافها يترتب عليها تحمل تكلفة سواء تكلفة مادية أو معنوية، وهذه التكلفة تؤثر على أصحاب الشركات، تعرف هذه التكلفة بتكلفة رأس المال. يلعب مفهوم تكلفة رأس المال دوراً رئيسياً في عملية صنع القرار في الإدارة المالية لدى الشركات، إذ تكلفة رأس المال تؤثر في تعظيم قيمة الشركة، وفي قرارات الموازنة الرأس مالية حيث أن عند حساب صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة للشركة يتم استخدام تكلفة رأس المال كمعدل الخصم، كما ويؤثر على إدارة رأس المال العامل إذ من خلال حساب تكلفة رأس المال يمكن تحديد مدى تحمل الاستثمار للذمم المدينة والسياسيات المتعلقة بالقبض، ويؤثر على قرارات توزيعات الأرباح، وتحديد هيكل رأس المال الأمثل للشركة، وتقييم الأداء المالي وذلك من خلال مقارنة الربحية الفعلية لكل مشروع استثماري تقوم به الشركة مع التكلفة الإجمالية لرأس المال (Kenton, 2020). لذلك فإن التعمق بمفهوم رأس المال وطرق حسابه أمر بغاية الأهمية. هناك عدة تعريفات لتكلفة رأس المال ولكن يمكن تلخيصها بالتالي:

■ من منظور اقتصادي، إن تكلفة رأس المال هي معدل العائد المتوقع الذي يطلبه المستثمرين في السوق من أجل جذب الأموال لاستثمار معين، وهو تكلفة الفرصة البديلة، أي تكلفة التخلي عن ثاني أفضل بديل استثماري،

ومن هذا المنظور هو متعلق بالمبدأ الاقتصادي المتمثل بالإحلال. أي أن المستثمر لن يستثمر في أصل معين إذا كان هناك بديل آخر متاح ذو جاذبية أكبر وبنفس السعر. ومكونات رأس المال ممكن أن تكون الديون أو الأسهم العادية أو الأسهم الممتازة. (Brealey & et al, 2014)

■ من منظور مالي فإن تكلفة رأس المال هي الحد الأدنى لمعدل العائد الذي يجب أن تحصل عليه الشركة قبل البدء بتوليد قيمة أو عائد من رأس المال. قبل أن تبدأ الشركة بتحقيق الأرباح يجب عليها على الأقل تحقيق دخل كافٍ لتغطية تكلفة رأس المال الذي استخدمته في تمويل عملياتها. وتتكون تكلفة رأس المال من تكلفة الديون وتكلفة الأسهم أو حقوق الملكية المستخدمة في تمويل الأعمال. تعتمد تكلفة رأس مال الشركة إلى حد كبير على نوع التمويل الذي تختار الشركة الاعتماد عليه، قد تعتمد فقط على حقوق المالكين أو الديون، أو استخدام مزيج بين الاثنين، كما وتختلف تكلفة رأس المال حسب حجم الشركة (Brealey & et al, 2014).

إن السبب الرئيسي للتطرق للحديث حول تكلفة رأس المال هو أهمية هذه القيمة في القرارات المالية المختلفة المتخذة في الشركات، فحساب قيمة تكلفة رأس المال يحظى بالكثير من الاهتمام من قبل أصحاب الشركات. يوجد عدة طرق لحساب تكلفة رأس المال، منها تكلفة رأس المال من أدوات الدين، وتكلفة رأس المال من أدوات الملكية سواء أسهم عادية أو أسهم ممتازة، وتكلفة الأرباح المحتجزة، والمتوسط المرجح لتكلفة رأس المال، والتكلفة الحدية لرأس المال (Nitisha, 2020)، ولكن بناءً على تعريف تكلفة رأس المال من المنظور المالي فإن أفضل طريقة لحساب تكلفة رأس المال هي استخدام نظرية المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال.

1.5.2.2 حساب تكلفة رأس المال – نظرية المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال Weighted Average Cost of Capital (WACC)

تنص النظرية التقليدية لهيكل رأس المال على أنه عندما يتم تخفيض متوسط التكلفة المرجح لرأس المال (WACC) إلى الحد الأدنى، ويتم تعظيم القيمة السوقية للأصول، نحصل على الهيكل المثالي لرأس المال. وذلك يتم تحقيقه من خلال استخدام مزيج من أدوات الدين وأدوات الملكية. تحدث هذه النقطة عندما يتم تسوية التكلفة الحدية لأدوات الدين والتكلفة الحدية لأدوات الملكية (Chappelow, 2019).

إن استخدام المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال يعتبر الطريقة الأكثر شيوعاً لحساب تكلفة رأس المال. وتم الاعتماد على هذه النظري في تحليل هذه الدراسة، إذ هذه النظرية تتضمن في حساب تكلفة رأس المال تكلفة جميع مصادر التمويل (تكلفة أدوات الملكية المتمثلة بالتوزيعات، وتكلفة أدوات الدين المتمثلة بالفوائد)، ويتم إعطاء وزن لكل مصدر بناءً على مشاركته في تشكيلة هيكل رأس مال الشركة كما وتأخذ بعين الاعتبار القيمة السوقية لكل من أدوات الدين وأدوات الملكية.

ويمكن حساب المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال، بما يتوافق مع دراسة (Rikanovic, 2005) التي درست حول أثر إفصاحات الشركات على تكلفة هيكل رأس المال، ودراسة (سعيني وسحان، 2019) التي درست حول أثر تكلفة رأس المال على اتخاذ القرارات الاستثمارية بناءً على المعادلة التالية:

$$\text{WACC} = \left(\frac{\text{Market Value of Equity}}{\text{Total Value of Financing}} \times \text{Cost of Equity} \right) + \left(\frac{\text{Market Value of Debt}}{\text{Total Value of Financing}} \times \text{Cost of Debt} \times (1 - \text{Tax Rate}) \right)$$

معادلة 1 المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (Mitra, 2011)

أي من خلال قسمة القيمة السوقية لحقوق الملكية للشركة على إجمالي القيمة السوقية لأدوات الملكية وأدوات الدين مضروبة في تكلفة حقوق الملكية (الأسهم العادية والممتازة) وإضافة القيمة السوقية لديون الشركة مقسومة على إجمالي القيمة السوقية لأدوات الملكية وأدوات الدين، مضروبة في تكلفة الديون، ومضروبة بـ 1 مطروحاً منه معدل التوفير في الضريبة حيث تقلل تكلفة الدين بمقدار الضريبة المدفوعة.

ويتم حساب كل من تكلفة حقوق الملكية وتكلفة الديون كالتالي:

1.1.5.2.2 تكلفة حقوق الملكية

هي العائد الذي يتطلبه أصحاب الأسهم لتحديد ما إذا كان الاستثمار يلبي متطلبات عائد رأس المال. تمثل تكلفة حقوق الملكية للشركة التعويض الذي يطلبه السوق في مقابل امتلاك الأصل

وتحمل مخاطر الملكية (Kenton,2019). أما تكلفة أدوات الملكية وهي جزء من حقوق الملكية، يمكن تعريفها على أنها تكلفة بيع الأسهم الجديدة للمساهمين الحاليين في الشركة بافتراض ثبات قيمة الفوائد.

وهناك نموذجين شائعين لحساب تكلفة حقوق الملكية، نموذج رسمة الأرباح، ونموذج تسعير الأصول الرأس مالية (Kenton,2019).

1.1.1.5.2.2 نموذج رسمة التوزيعات (Dividend Capitalization Model):

أول من تحدث حول نموذج رسمة التوزيعات هو (Hakansson, 1969)، ويعتقد أن قيمة كل شركة لها تدفق توزيعات أرباح معين تعتمد فقط على تدفق توزيعات الأرباح نفسها، ومعدل نموها، ومجموعة أسعار الفائدة المستقبلية.

وتم تعريف نموذج رسمة التوزيعات على أنه نموذج لحساب تكلفة الأسهم العادية في الشركات، يقوم هذا النموذج بتقدير التوزيعات المستقبلية استناداً إلى التوزيعات السابقة للشركة ومعدل النمو المفترض، ويحسب معدل رسمة السوق والذي يعادله بسعر السوق الحالي. وفي حال الشركات المملوكة من أشخاص وليس مساهمة (مثل الملكية الفردية والشراكات) التي لا تقوم بالعادة بتوزيع الأرباح كتوزيعات، يتم تقدير قدرة دفع أرباح الشركات من متوسط التدفق النقدي ومقارنته بتوزيعات الأرباح المدفوعة بالفعل من قبل شركات مماثلة الحجم. ويسمى هذا النموذج أيضاً بنموذج نمو التوزيعات (Hakansson, 1969).

ويتم حساب تكلفة حقوق الملكية بناءً على هذا النموذج من خلال المعادلة التالية:

$$\begin{array}{|c|} \hline \text{Cost of Equity} \\ \hline \text{تكلفة حقوق} \\ \text{الملكية} \\ \hline \end{array} = \begin{array}{|c|} \hline \text{Dividends per Share (For the} \\ \text{next year)} \\ \hline \text{التوزيعات المتوقعة للسهم الواحد} \\ \hline \text{Current Market Value of} \\ \text{Stock} \\ \hline \text{سعر السهم السوقي} \\ \hline \end{array} + \begin{array}{|c|} \hline \text{Growth Rate of Dividends} \\ \hline \text{معدل نمو التوزيعات} \\ \hline \end{array}$$

معادلة 2 تكلفة حقوق الملكية حسب نموذج رسمة التوزيعات (Kenton,2019).

أي أن نحصل على قيمة تكلفة حقوق الملكية من خلال قسمة التوزيعات للسهم الواحد للسنة المقبلة على القيمة السوقية الحالية للسهم، وإضافتها إلى معدل نمو التوزيعات والذي يعرف بأنه النسبة المئوية لنمو الأرباح الموزعة على سهم معين خلال فترة من الزمن. أي أن معدل نمو التوزيعات يحسب نسبة المتوسط السنوي للزيادة في التوزيعات المدفوعة من قبل الشركة. وتكمن أهمية حساب معدل نمو التوزيعات من أجل حساب قيمة سهم الشركة باستخدام نموذج رسمة التوزيعات. ويتم حساب معدل نمو التوزيعات من خلال المعادلة التالية: "توزيعات السنة الحالية / ((توزيعات السنة الحالية - 1) - 1) (Chen, 2020).

2.1.1.5.2.2 نموذج تسعير الأصول الرأس مالية (CAPM) Capital Asset Pricing Model

يسعى المستثمر دائماً إلى تخفيض المخاطر وزيادة العائد وذلك بالاستناد إلى المعلومات المحاسبية المتوفرة، إذ من المفترض بشكل عام أن المستثمر العقلاني هو متجنب للمخاطرة. وهذا يعني أن المستثمرين بحاجة إلى معلومات حول المخاطر والعوائد المتوقعة.

تم تقديم نموذج تسعير الأصول الرأس مالية لأول مرة من قبل الاقتصادي المالي William Sharpe إلى وصفه في كتابه عام 1970 بعنوان *Portfolio Theory and Capital Markets*، والذي ادعى أن نموذج تسعير الأصول الرأس مالية يهدف بشكل أساسي إلى التعامل مع كل من المخاطر والعوائد من أجل تقييم قيمة تكلفة حقوق الملكية. كما ويجدر الذكر أنه تم تعريف المخاطر على أنها احتمالية التباين بين العوائد الفعلية عن العوائد المتوقعة (Schroeder & et al, 2014).

يتم حساب تكلفة حقوق الملكية، بما يتناسب مع دراسة (Rikanovic, 2005) ودراسة (سعيني وسحان، 2019)، بناءً على هذا النموذج من خلال المعادلة التالية:

$$\text{Cost of Equity} = \left(\text{Equity Risk Premium} \times \text{Beta} \right) + \text{Risk Free Rate}$$

تكلفة حقوق الملكية = (المخاطر الإضافية على حقوق الملكية (Expected market return – Risk free rate) × معامل بيتا) + العائد الخالي من المخاطر

معادلة 3 تكلفة حقوق الملكية حسب نموذج تسعير الأصول الرأس مالية (Schroeder & et al, 2014).

حيث أن العائد الخالي من المخاطر يشير إلى العائد من المحفظة المالية أو الأوراق المالية التي ليس لها تباين مع السوق، أي عوائد الأوراق المالية الغير مرتبطة بحركة السوق وفعالياً هي ليست خالية من المخاطر أي مخاطر صفر انما أقل من 0.05، مثل العوائد على سندات الخزينة. (Mauboussin & Callahan, 2013) كما أن بيتا تعرف بأنها مقدار حساسية سعر السهم للتغيرات في السوق وتستخدم أيضاً لقياس المخاطر النظامية وهي المخاطر التي لا يمكن تجنبها، فإذا كان معدل البيتا للسهم اكبر من 1 يدل على حساسية عالية لسعر السهم أي يترفع أو ينخفض بمعدل أعلى من التغير في السوق، أما إذا كانت بيتا للسهم أقل من 1 أي أن حساسية سعر السهم قليلة للتغير في السوق أي يرتفع أو ينخفض سعر هذا السهم بنسبة أقل من التغير في السوق.

والمخاطر الإضافية هي المخاطر على مقدار الزيادة في العائد المتوقع لأسهم الشركة عن العائد للأدوات المالية الخالية من المخاطر. لذلك فإن حساب تكلفة حقوق الملكية هو ناتج ضرب بيتا في المخاطرة الإضافية على حقوق الملكية (وهي عائد السوق المتوقع مطروح منه المعدل الخالي من المخاطر)، وذلك مضاف إلى المعدل الخالي من المخاطر (Schroeder & et al, 2014).

2.1.5.2.2 تكلفة أدوات الدين

هي مقدار يتم دفعه مقابل استخدام أموال الغير لفترة زمنية محدودة حسب الاتفاق مع الدائن، وتحدد من خلال مقدار الدين أو أداة الدين ونسبة الفائدة (Schroeder & et al, 2014). ويمكن حساب تكلفة الدين كمعدل قبل الضريبة أو معدل بعد الضريبة، وذلك نظراً لأن الفائدة قابلة للخصم من ضريبة الدخل، ولكن عادةً ما يتم التعبير عن تكلفة الدين كمعدل بعد خصم الضرائب. وعند حساب تكلفة أدوات الدين يجب الأخذ بعين الاعتبار القيمة الحالية لمقدار الدين وهي القيمة الحالية لمبلغ نقدي مستقبلي ذو معدل عائد محدد. أي بمعنى آخر خصم القيمة الحالية يعني تحويل قيمة مبلغ سيتم استلامه في فترة معينة مستقبلية إلى قيمة معادلة لها في الفترة الزمنية الحالية. ويتم خصم التدفقات النقدية المستقبلية حسب معدل الخصم، وكلما ارتفع معدل الخصم انخفضت القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية (Murphy, 2020). ويتم حساب تكلفة الديون، بما يتناسب مع دراسة (Rikanovic, 2005) ودراسة (سعيني وسحان، 2019)، من خلال المعادلة التالية:

$$\text{Cost of Debt (After Tax)} = \text{Average Yield on Debt} \times (1 - \text{Tax Rate})$$

نسبة الضريبة

معادلة 4 تكلفة الديون بعد خصم الضريبة (Murphy, 2020).

حيث أن متوسط العائد على الديون (Average yield on debt) هو مقياس لحساب معدل العائد على الديون من خلال قسمة صافي الدخل التشغيلي على قيمة الدين. ويستخدم الدائنين هذه النسبة لتحديد مخاطر إقراض المال للمدينين من خلال تقييم النسبة المئوية للعائد الذي يمكن أن يحصل عليه الدائن في حال تخلف المدين عن سداد الدين. ولا يوجد نسبة عائد محددة ولكن برأي بعد الخبراء الماليين فإن العائد المثالي هو حوالي 10% وهو المتعارف عليه عادةً كالحدا الأدنى للعائد المقبول (Schmidt, 2019).

ويمكن حسابه، بما يتناسب مع دراسة (سعيني وسحان، 2019)، بالمعادلة التالية:

Average Yield on Debt معدل العائد على الديون	=	<table style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr> <td style="width: 50%; border-bottom: 1px solid black; padding: 5px;"> Net Operating Income صافي الدخل التشغيلي </td> <td style="width: 50%; padding: 5px;"> Loan or Debt Amount قيمة القرض أو الدين </td> </tr> </table>	Net Operating Income صافي الدخل التشغيلي	Loan or Debt Amount قيمة القرض أو الدين
Net Operating Income صافي الدخل التشغيلي	Loan or Debt Amount قيمة القرض أو الدين			

معادلة 5 متوسطة العائد على الديون (Schmidt, 2019).

3.2 نظرية الوكالة (Agency Theory)

لقد حاولت الكثير من الدراسات تفسير آلية وكيفية استخدام الإجراءات المحاسبية والمالية، وهذه الآراء أدت إلى ظهور ما يسمى بالنظرية المحاسبية الإيجابية والنظرية المعيارية. النظرية الإيجابية ظهرت لتفسير لماذا تقوم الشركات باستخدام إجراء معين، ومن الشركات المتوقع أن تتخذ هذا الإجراء أساساً لعملها، ومن منها لن تتخذ هذا الإجراء. وبما أن هذه النظرية تشرح الواقع الموجود فهي اعتمدت كثيراً على العلاقات في الشركات وبين الشركة والخارج، من أشهر هذه العلاقات علاقة الشركة بالعاملين، وعلاقة الشركة بالدائنين، وعلاقة الإدارة بالمالكين حيث مثلت هذه العلاقة أساساً واضحاً في ظهور النظرية الإيجابية، وقد تفسر هذه العلاقة طبيعة التعامل بين الإدارة والمالكين، وكما وتفسر اختلاف المصالح الذي قد يحصل بينهم، وعرفت هذه العلاقة لاحقاً بنظرية الوكالة (Schroeder & et al, 2014).

إن نظرية الوكالة تمثل أحد أوجه النظرية الإيجابية للمحاسبة، حيث أن أنها تفسر وتدرس الواقع. إذ أن نظرية المحاسبة الإيجابية تحاول إجراء تنبؤ جيد حول الأحداث الحقيقية المختلفة وترجمتها إلى معاملات محاسبية. (Positive Accounting Theory (PAT), 2019). وذلك على عكس النظرية المعيارية التي تصف كيف ينبغي ممارسة عملية معينة (Deegan, 2000).

1.3.2 الإدارة

الإدارة هي عملية لحل المشاكل لتحقيق الأهداف التنظيمية بفعالية من خلال الاستخدام الفعال للموارد النادرة في البيئة المتغيرة (Kreitner, 1995). ويمكن أيضاً تعريف الإدارة على أنها

عملية تخطيط وتنظيم وقيادة ومراقبة جهود العاملين في المنظمة، واستخدام جميع الموارد التنظيمية الأخرى لتحقيق أهداف المنظمة (Megginson L.c. & et al 1992).

إن أي مشروع وإن بدأ بكونه مشروع فردي لشخص واحد، في حال مالك هذا المشروع لم يتحول سريعاً ليكون مديراً ناجحاً فسريراً ما سيحتاج المشروع لاستبداله بمدير منفصل، حيث أن وظيفة الإدارة ضرورية لنجاح أي مؤسسة مهما صغر حجمها (Peter Drucker, 1955). ولا سيما عندما تكبر حجم المؤسسة أو المشروع ويكبر عدد المالكين تزداد أهمية وجود مدير متخصص بالأعمال، فليس جميع الملاك ذو خبرة إدارية كافية لإدارة مشاريعهم بطريقة تحقق أكبر ربح لهم. وبناءً على ذلك ظهرت علاقة الوكالة، إذ مالك أو ملاك شركة ما يوكلون شخص أو عدة أشخاص (مدير أو مجلس إدارة) بالقيام ببعض المهام نيابته عنهم، ومنها ظهرت نظرية الوكالة التي بدورها توضيح وتنظيم العلاقة بين الموكل (المالك) والموكل (المدير). وتطورت المصالح بين الملاك والإدارة، كل طرف له نظريته ومصالحته، إذ المالك يسعى لتعظيم العائد على استثماره قدر الإمكان، بينما المدير قد يسعى للاستقرار الوظيفي وتطوير ذاته، وذلك يطلق عليه تضارب المصالح.

2.3.2 تعريف نظرية الوكالة (Agency Theory Definition)

نظرية الوكالة تعتبر جزء من النظرية المحاسبية الإيجابية التي تهدف إلى شرح الممارسات والمعايير المحاسبية. الافتراض الأساسي لنظرية الوكالة هو أن الأفراد يحاولون تعظيم منافعهم، وأنهم مبدعين ومبتكرين في تحقيق ذلك (Schroeder & et al, 2014).

لذلك يمكن تعريف علاقة الوكالة على أنها " أي علاقة بين طرفين يكون الوكيل ممثل للطرف الآخر في أي من المعاملات اليومية. يوظف المدير الوكيل لأداء خدمة نيابة عنه. كما يمكن تعريف نظرية الوكالة على أنها عقد يقوم شخص أو أكثر (المالك) بإشراك شخص آخر (الوكيل)، بأداء بعض الخدمات نيابة عنه والتي تتضمن تفويض الوكيل بعض السلطات والصلاحيات لاتخاذ القرارات" (Schroeder & et al, 2014). وهناك العديد من الأمثلة على علاقة الوكالة: بين المساهمين (مالك) والإدارة (وكيل)؛ بين الدائنون (مالك) والمساهمون والإدارة (الوكيل)؛ بين الموظف (المالك) والموظف (الوكيل)، الخ، وهذا يعرف بنظرية العقود.

3.3.2 مشكلة نظرية الوكالة (Agency Problem)

علاقة الوكالة تحدث بين المساهمين والإدارة لأن المالك لا يمتلكون الخبرة أو التدريب اللازم لإدارة أعمالهم بأنفسهم، كما وأنهم قد يكونون منشغلين بالعديد من الأمور الأخرى، لذا يتوجب عليهم تعيين أحد ليمثلهم بالشركة. هؤلاء الأفراد هم وكلاء تم تأمينهم لاتخاذ القرارات التي تحقق أفضل مصلحة للمالكين، ولكن المساهمون لا يستطيعون متابعة جميع الأفعال والقرارات التي يتخذها الوكيل، لذلك هنا يظهر تهديد بأن الوكيل سيتصرف بطريقة تعظم منفعته الشخصية بدلاً من تعظيم منفعة المساهمين، وهذا يعتبر مشكلة نظرية الوكالة الرئيسية، والمتمثلة بالتحدي لضمان أن الإدارة (الوكيل) تعمل نيابةً عن المساهمين (المالك) وتسعى لتعظيم مصلحتهم بدلاً من مصلحتها الخاصة (Boshkoska, 2015).

وبناءً على مشكلة تضارب المصالح التي تحدث بين المساهمين والإدارة إذ كلاً منهم يسعى لتعظيم مصلحته الشخصية، ظهر ما يعرف بتكلفة الوكالة، أي التكلفة التي يتحملها المالك من أجل التقليل من تضارب المصالح بين المالك والوكيل وضمان أن الإدارة تتخذ القرارات التي من شأنها تعظيم ثروة المساهمين وتحقيق مصالحهم.

4.3.2 تكلفة الوكالة

تكلفة الوكالة هي نوع من المصاريف الداخلية أو الخارجية للشركة التي تأتي نتيجة قيام وكيل بأعمال نيابة عن المالك، وعادةً تنشأ تكاليف الوكالة نتيجة تضارب المصالح بين المساهمين والإدارة، والمعلومات غير المتماثلة (Schroeder & et al, 2014).

يمكن تلخيص **مكونات تكلفة الوكالة** إلى ثلاثة تكاليف رئيسية: تكاليف الرقابة (Monitoring cost) وتكاليف الترابط (Bonding cost) والتكاليف المتبقية (Residual Loss) (Schroeder & et al, 2014).

1.4.3.2 تكاليف الرقابة (Monitoring cost)

تكاليف الرقابة هي تكاليف يتحملها المالك من أجل مراقبة أداء الوكيل، ومن أنواع تكاليف الرقابة هي تكاليف الرقابة الخارجية والمتمثلة بالتدقيق الخارجي والرقابة الداخلية التي تُعنى بالمحافظة على إجراءات الشركة وأصولها والتي يعتبر جزء منها أو داعمها التدقيق الداخلي (Schroeder & et al, 2014).

-**تكاليف الرقابة الداخلية:** هي تكاليف من جهد ووقت ومال مدفوع للأطراف سواء من داخل الشركة أو من خارجها من أجل الحفاظ على أصول الشركة وطريقة استخدام الموارد المتاحة. وتم تعريف الرقابة الداخلية على أنها خطوات تم تصميمها من قبل المساهمين بهدف تقديم ضمان معقول حول إعداد التقارير والعمليات والامتثال للمؤسسة. ويشمل الهيكل التنظيمي، والخطة الاستراتيجية، وهيكل الوظائف، والأوصاف الوظيفية، وأنظمة التقييم، ودليل الموظفين، وأنظمة إعداد التقارير، وأمور أخرى. كما وتهدف الرقابة الداخلية بشكل رئيسي إلى التأثير على كفاءة وفاعلية العمليات، وحماية أصول الشركة، وضمان الالتزام بالقوانين الموضوعة، وكشف ومنع الاحتيال.

ولمساعدة الرقابة الداخلية وحماية الشركة تقوم الشركات ببناء وحدة التدقيق الداخلي (Njogu, 2020).

ويمكن تعريف **التدقيق الداخلي** على أنه نشاط استشاري وموضوعي غير متحيز ومستقل، تم تطويره بشكل استراتيجي من قبل إدارة الشركة لتحسين نشاط وأداء الشركة، كما وأنه يقدم نهجاً منظماً ومنهجياً لتحسين عمليات التحكم في المخاطر، وعمليات الإدارة، والحوكمة، ويتم تنفيذه من قبل وحدة تدقيق برئاسة المدقق الداخلي الذي يقدم تقريره إلى لجنة التدقيق في الإدارة (Njogu, 2020).

وتكمن أهمية التدقيق الداخلي في إعداد تقارير حول صحة ودقة السجلات المحاسبية، وضمان الامتثال للمعايير المحاسبية، وكشف ومنع الاحتيال، والتحقق من الالتزامات المتكبدة على الشركة، وتحديد الثغرات في العمليات وتقديم التوصيات للحلول، والمساعدة في تطوير خطط العمل الدورية (Njogu, 2020).

-**الرقابة الخارجية:** تتضمن الرقابة الخارجية أية قواعد أو قوانين خارجية لها تأثير على أداء الشركة، ومنها التدقيق الخارجي. ويعرف **التدقيق الخارجي** على أنه الفحص الدوري لدفاتر الحسابات وسجلات الشركة الذي يقوم به طرف ثالث مستقل (المدقق)، للتأكد من اعدادها بشكل صحيح، ومن دقتها وأنها تتوافق مع المفاهيم والمبادئ والمعايير المحاسبية المعمول بها والمتطلبات القانونية وإعطاء نظرة حقيقية وعادلة للحالة المالية للشركة، وينتج عنها إعطاء رأي المدقق حول السجلات والدفاتر المحاسبية على شكل تقرير التدقيق الخارجي (Arens & et al, 2017).

2.4.3.2 الترابط (Bonding cost)

إن الإدارة تتخذ القرارات في الشركة، وكما ذكرنا وبسبب مشكلة تضارب المصالح يبقى تخوف المساهمين من أن تقوم الإدارة باتخاذ القرارات التي تعظم من مصلحتها وليست مصلحة المساهمين، لذلك على المساهمين تكبد تكاليف إضافية من أجل ضمان أداء الإدارة بما يعظم ثروة المساهمين.

ومن هذه التكاليف هي **تكاليف الترابط** والتي عرفت بأنها التكاليف التي يتم تحملها من أجل ضمان أن الوكيل لن يتخذ قرارات أو يتصرف بطريقة تضر مصلحة المالك، ومن الأمثلة على تكاليف الترابط هي المكافآت الإدارية، وخيارات الأسهم، والعلاوات. إذ أن خطة مكافآت الإدارة التي تربط ثروة المدراء بثروة المساهمين، سوف تقلل تكلفة الوكالة الناتجة عن الملكية، كما أن اصدار السندات أو الديون التي تحد من دفع التوزيعات سوف تقلل من تكلفة الوكالة الناتجة عن الديون (Clark, 2020).

3.4.3.2 التكاليف المتبقية (Residual cost)

وبالرغم من تحمل الشركة تكاليف الرقابة وتكاليف الترابط من أجل تقليل من مشكلة تضارب المصالح بين المدراء والمالكين، إلا أن تصرف المدراء والقرارات التي يتخذونها في مواقف معينة قد تختلف عما كان سيتصرف به المالك في نفس تلك المواقف، والأثر المالي على ثروة المالكين الناتج عن ذلك الاختلاف يعرف بالتكاليف المتبقية. أي أن التكاليف المتبقية هي المقدار الذي ينخفض به عوائد المالكين عن العوائد التي كان من الممكن أن يحصلوا عليها لو أنهم قاموا بإدارة مشروعهم بنفسهم بدلاً من تعيين مدير وكيل عنهم (Clark, 2020).

4.2 الواقع الفلسطيني

1.4.2 تطور الاقتصاد الفلسطيني

المجتمع الفلسطيني مجتمع عائلي، معظم المشاريع فيه هي مشاريع صغيرة وعائلية، عُرف منذ فترة طويلة أن هناك العديد من الصناعات الفلسطينية (مركز الإحصاء الفلسطيني، 2018). وبالرغم من الاحتلال الإسرائيلي لفلسطين واتفاقية باريس المبرمة بتاريخ 1994/4/29 بين

الجانب الإسرائيلي والسلطة الفلسطينية والتي هدفت لتوطيد العلاقة الاقتصادية بين الجانبين، وانحصار فلسطين ضمن تبعية اقتصادية مطلقة للاحتلال الإسرائيلي وبدأت السيطرة وإنشاء القيود الاقتصادية، مما أدى لانحصار التطور الاقتصادي والاجتماعي والسياسي في فلسطين، إلا أنها بعد إنشاء السلطة الوطنية الفلسطينية تطور الأداء الاقتصادي بشكل ملحوظ عن الفترة التي سبقت السلطة، حيث أن الناتج المحلي ارتفع بأكثر من 42% ليبلغ نحو 4,535 مليون دولار عام 1999، بالإضافة إلى ظهور الشركات المساهمة التي لم يكن لها وجود في الاقتصاد الفلسطيني قبل إنشاء السلطة الوطنية الفلسطينية (مركز الإحصاء الفلسطيني، 2018).

ومن مؤشرات تطور الاقتصاد الفلسطيني النسب التي أشار إليها مركز الإحصاء الفلسطيني في تقريره السنوي، حيث تبين نمو الناتج المحلي الإجمالي في فلسطين بنسبة 0.8% خلال عام 2018 مقارنة مع عام 2017، إذ بلغ 13.8 مليار دولار في عام 2018 بينما كان 13.686 مليار دولار عام 2017 (مركز الإحصاء الفلسطيني، 2018).

وعند الحديث عن التطور الاقتصادي الفلسطيني يقصد به تطور في ناتج كل من القطاعات المختلفة منها قطاع الخدمات وقطاع الاستثمار وقطاع البنوك والتأمين وقطاع الصناعة، على سبيل المثال تبين أن المساهمة النسبية للقيمة المضافة لنشاط الصناعة من الناتج المحلي الإجمالي عام 2017 هو 11% كما أن المساهمة النسبية للقيمة المضافة للأنشطة الخدماتية من الناتج المحلي الإجمالي لنفس الفترة هو 62.9%، أي أن القطاع الصناعي والخدماتي ساهما بنسبة 74% من الناتج المحلي الإجمالي الفلسطيني عام 2017 (مركز الإحصاء الفلسطيني، 2017).

2.4.2 الملكية في بيئة الاقتصاد الفلسطيني

الشائع في الشركات الخاصة والمصانع في فلسطين هي الملكية العائلية، إلا أنه بعد ظهور السلطة الوطنية الفلسطينية ظهرت الشركات المساهمة العامة في فلسطين وتوسعت ملكية رأس المال في الشركات إذ لم تنحصر على الملكية العائلية، كما أدى ذلك إلى إنشاء السوق المالي الفلسطيني الذي كان له بصمة واضحة في هذا التطور الاقتصادي (مركز الإحصاء الفلسطيني، 2018).

3.4.2 بورصة فلسطين

تأسست شركة سوق فلسطين للأوراق المالية " بورصة فلسطين " عام 1995 كشركة مساهمة خاصة. وبدأت أول جلسة تداول لها في 18/2/1997، وفي بداية عام 2010 تحول السوق إلى شركة مساهمة عامة. وفي أيلول من نفس العام أطلق سوق الأوراق المالية عن هويته المؤسسية الجديد لتصبح علامته التجارية هي " بورصة فلسطين " واتخذ " فلسطين الفرص " شعاراً له (www.pex.ps).

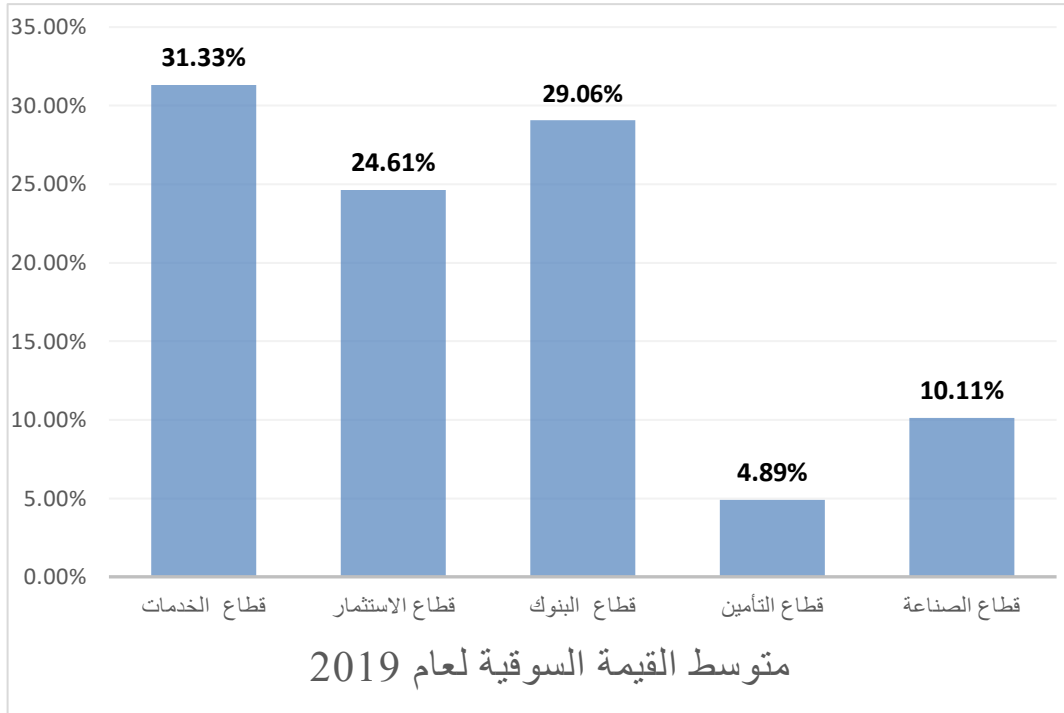
ومنذ عام 2004 عملت بورصة فلسطين تحت إشراف هيئة سوق رأس المال الفلسطينية طبقاً لقانون الأوراق المالية رقم (12) لتلك السنة، وتهتم البورصة بتنظيم التداول في الأوراق المالية من خلال رزمة من القوانين والأنظمة الحديثة التي توفر أسس الحماية والتداول الآمن. والتزاماً بمبادئ الحوكمة الرشيدة تم إدراجها للتداول في 2012/4/4 لتحتل بذلك المرتبة الثانية بين البورصات العربية. وتركز السوق جهودها على ترويج الاستثمار في أسهم الشركات المدرجة واستقطاب مستثمرين جدد محليين وإقليميين ودوليين، إضافة إلى فلسطينيي الشتات، وتباشر أعمالها من مقرها في مدينة نابلس (www.pex.ps).

منذ نشأتها، حرصت بورصة فلسطين على مواكبة أحدث القوانين والتشريعات والأنظمة العصرية التي تسعى لضمان أقصى درجات الشفافية والنزاهة وحماية المستثمرين. وسعت إلى اقتناء أحدث التكنولوجيا في عالم أسواق المال، فكانت أول بورصة عربية مؤتمتة بالكامل. استخدمت بورصة فلسطين دائماً أنظمة NASDAQ OMX الأميركية في التداول والرقابة على التداول والإيداع والتحويل، وستحول في العام 2019 لاستخدام الجيل الثالث من أنظمة NASDAQ OMX عبر استخدام منصة التداول اكستريم "X-Stream" (www.pex.ps).

كما بلغ عدد الشركات المدرجة في البورصة 48 شركة في نهاية عام 2019م وبقيمة سوقية بلغت (\$3,897,756,939) موزعة على 5 قطاعات: الصناعة، الخدمات، والبنوك والخدمات المالية، والاستثمار والتأمين، وهي موزعة كما هو مبين في الشكل البياني التالي: (www.pex.ps)

شكل رقم 1

متوسط القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين لعام 2019 (إعداد الباحثة)



نلاحظ من الشكل أعلاه أن قطاع الخدمات يمثل أعلى نسبة من حيث حجم الشركات فيه، أي من حيث القيمة السوقية للأسهم المصدرة لهذه الشركات من إجمالي الشركات المدرجة في بورصة فلسطين في عام (2019)، وذلك بنسبة 31.33%، ويليه قطاع البنوك بنسبة 29.06%، ثم قطاع الاستثمار بنسبة 24.61%، وثم قطاع الصناعة بنسبة 10.11%، وأقل قطاع من حيث حجم القيمة السوقية لشركاته في سوق فلسطين هو قطاع التأمين الذي شكل فقط ما نسبته 4.89% من السوق (بورصة فلسطين، 2019). (ملحق رقم 1)

5.2 الدراسات السابقة

1.5.2 الدراسات العربية:

1. دراسة (بوكرومة وعبيدات، 2019) بعنوان: أثر هيكل رأس المال على تكاليف الوكالة والتدفقات النقدية الحرة في الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية.

هدف هذه الدراسة هو اختبار أثر هيكل رأس المال على تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للفترة ما بين 2010 و2018. المتغير المستقل في الدراسة هو هيكل رأس المال وتم قياسه من خلال الرفع المالي، المتغيرات الضابطة هي ربحية الشركة، وحجم الشركة، ومعدل النمو، والمتغير التابع هو تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة، وافترضت الدراسة أربع فرضيات متمثلة بوجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين كل من الرفع المالي وربحية الشركة وحجم الشركة ومعدل النمو مع تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة في الشركات الصناعية الأردنية.

عينة الدراسة كانت 57 شركة من أصل 188 شركة مدرجة في سوق عمان للأوراق المالية حتى نهاية 2018. تم استخدام نماذج الانحدار المتعدد لتحليل متغيرات الدراسة، حيث تم الاعتماد على أسلوب تحميل بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data Analysis) في تحليل فرضيات الدراسة. وأظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية لنسبة الرفع المالي على تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة، وهذه النتيجة تتوافق مع فرضية التدفق النقدي الحر، وبناءً عليه توصي الدراسة بضرورة فرض رقابة أكثر على سلوك المدراء في الشركة لتقييد قراراتهم التي تخص فائض التدفقات النقدية.

2. دراسة (سعيني وشحان، 2019) بعنوان: أثر تكلفة رأس المال على اتخاذ القرار الاستثماري في المؤسسة الاقتصادية -دراسة حالة مؤسسة إيباش للأشغال العامة في أدرار - الجزائر.

مشكلة الدراسة متمثلة بأن تكلفة رأس المال من أهم المعايير المعتمدة في اتخاذ القرار الاستثماري في المؤسسة الاقتصادية حسب مصادر التمويل المتاحة وطبيعة المشروع، لذا تمثلت مشكلة الدراسة بتساؤل ما مدى تأثير تكلفة رأس المال على اتخاذ القرار الاستثماري في مؤسسة إيباش للأشغال العمومية في أدرار؟ فهدف الدراسة هو معرفة ما مدى تأثير تكلفة رأس المال على اتخاذ القرار الاستثماري في مؤسسة إيباش للأشغال العمومية. أي أن الدراسة عبارة عن دراسة حالة لذا فعينة الدراسة هي فقط مؤسسة إيباش. المتغير المستقل في الدراسة هو تكلفة رأس المال، والمتغير التابع هو القرار الاستثماري. تم قياس تكلفة رأس المال من خلال CAPM،

وافترضت الدراسة الفرضية الرئيسية التي تنص على وجود أثر لتكلفة رأس المال على اتخاذ القرار الاستثماري في مؤسسة إيباش للأشغال العامة.

بينت نتائج الدراسة أن تكلفة رأس المال له دور فعال في اتخاذ القرارات الاستثمارية والتحكم في التكاليف ومصادر التمويل وتقييم الأداء في شركة إيباش للأشغال العامة.

3. دراسة (بن عزيزة وزعبيط، 2019) بعنوان: أثر هيكل الاستدانة في تكاليف الوكالة: حالة الشركات المساهمة المدرجة في بورصة الجزائر للفترة 2010-2017.

هدف هذه الدراسة هو بيان أثر هيكل الاستدانة على تكاليف الوكالة في الشركة. عينة الدراسة تمثلت ببيانات مالية لخمس شركات مدرجة في بورصة الجزائر للفترة 2010-2017. وتم استخدام الانحدار التجميعي لتحليل البيانات. متغير الدراسة المستقل هو المديونية ومقسم إلى قسمين، ديون متوسطة وطويلة الأجل، وديون قصيرة الأجل، أما المتغير التابع فهو تكلفة الوكالة وتم قياسه بمعدل دوران الأصول، والمتغير الضابط هو حجم الأصول.

افتترضت الدراسة فرضية رئيسية متمثلة بوجود أثر ذو دلالة إحصائية لمعدل الاستدانة على تكاليف الوكالة، ومنها فرضيات فرعية متمثلة في وجود أثر ذو دلالة إحصائية لكل من معدل الاستدانة طويلة ومتوسطة الأجل، ومعدل الاستدانة قصير الأجل وحجم الشركة على تكاليف الوكالة في الشركات. وبينت نتائج الدراسة وجود أثر ذو دلالة إحصائية بين المديونية بنوعها على تكاليف الوكالة، وهذا دليل جديد يؤكد على أن الاستدانة من الآليات الفعالة في تخفيض تكاليف الوكالة في الشركات.

4. دراسة (خراسنة وبطينة، 2018) بعنوان: هل حوكمة الشركات تقلل من تكلفة الوكالة في الشركات الصناعية الأردنية؟

تهدف الدراسة إلى قياس تأثير حوكمة الشركات على تخفيض تكاليف الوكالة في الشركات المساهمة العامة الصناعية الأردنية المدرجة في بورصة عمان، ولتحقيق هذا الهدف، درس الباحثون تأثير عوامل آلية حوكمة الشركات على تخفيض تكاليف الوكالة، والتي يمكن تمثيلها في (حجم مجلس الإدارة، والملكية المؤسسية، ولجنة التدقيق، ونسبة الديون، ونسبة الأرباح، والعائد على الأصول (ROA)، وحجم الشركة) وهم يمثلون المتغيرات المستقلة في الدراسة،

وتكاليف الوكالة هي المتغير التابع. تم قياس تكاليف الوكالة باستخدام المؤشرات التالية: نسبة دوران الأصول ونسبة نفقات التشغيل. تكونت عينة الدراسة من جميع الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان، والتي لديها بيانات متاحة في هذا السوق خلال الفترة (2014-2016)، وتصل إلى 46 شركة. لذلك افترضت الدراسة عدم وجود علاقة بين عوامل آلية حوكمة الشركات (حجم مجلس الإدارة، والملكية المؤسسية، ولجنة التدقيق، ونسبة الديون، ونسبة الأرباح، والعائد على الأصول (ROA)، وحجم الشركة) مع تكاليف الوكالة. تم اختبار العلاقة بين حوكمة الشركات وتكاليف الوكالة من خلال الاعتماد على نموذج معادلات التقدير المعمم (GEE).

أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين عدم توزيع أرباح الشركة وتكاليف الوكالة الممثلة في المتغير (نسبة مصروفات التشغيل) في كل من حالات الوجود وعدم وجود متغيرات تحكم أو متغيرات وسيطة في نموذج الدراسة. أظهرت النتائج أيضًا أنه كلما وجدت متغيرات تحكم في نموذج الدراسة، فهناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين ROA وتكاليف الوكالة الممثلة في متغير (معدل دوران الأصول).

5. دراسة (خنفر، 2017) بعنوان محددات هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين، دراسة تطبيقية للفترة الزمنية (2005-2014). جامعة الخليل.

هدفت الدراسة إلى التعرف على محددات هيكل رأس المال للشركات المساهمة العامة في فلسطين وقياس مدى أثر هذه المحددات على هيكل رأس المال. إن قرار اعتماد الشركات على مصادر تمويل دائنة، أو مصادر تمويل مملوكة أو مزيج بينهم لتمويل رأس المال محكوم بمجموعة من القواعد، وهناك العديد من العوامل التي تؤثر على هذا القرار، وهناك نقص كبير في الدراسات التطبيقية المطبقة على الشركات الفلسطينية حول هذا الموضوع ولتحديد محددات هيكل رأس المال للشركات الفلسطينية، لذلك هنا تكمن أهمية هذه الدراسة ومشكلة الدراسة الرئيسية.

عينة الدراسة تمثلت ببيانات مالية منشورة من 18 شركة مدرجة في بورصة فلسطين خلال الفترة (2005-2014). وقامت الدراسة بتحليل أثر المتغيرات المستقلة (حجم الشركة، عمر

الشركة، النمو المتوقع للشركة، الربحية، السيولة، والأصول الملموسة، والمخاطرة) على المتغير المتابع وهو هيكل رأس المال مقاساً بمجموع الالتزامات مقسومة على مجموع الأصول " الرفع المالي". وذلك من خلال تحليل فرضية الدراسة الرئيسية، وهي: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لكل من (حجم الشركة، عمر الشركة، النمو المتوقع للشركة، الربحية، السيولة، الأصول الملموسة، والمخاطرة) عند مستوى معنوية أقل من أو يساوي 05.0 على هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين. وتم استخدام أسلوب الانحدار المتعدد لتحليل البيانات واختبار الفرضيات.

أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين هيكل رأس المال للشركات المدرجة وكل من عمر الشركة، ونموها، والأصول الملموسة. ولكنها أظهرت وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين سيولة الشركة وبين هيكل رأس المال للشركة. أما بقية المتغيرات (حجم الشركة، والربحية، والمخاطرة)، فقد أظهرت النتائج عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بينها وبين هيكل رأس المال.

6. دراسة (النجار، 2017) بعنوان: مدى تأثير سياسة توزيعات الأرباح والمكافآت الإدارية في تخفيض تكاليف الوكالة لدى الشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

هدف الدراسة هو بيان أثر توزيعات الأرباح النقدية والأسهم المجانية والمكافآت الإدارية في تخفيض تكاليف الوكالة. لذلك فإن التساؤل الرئيسي للدراسة هو: ما مدى تأثير سياسة توزيعات الأرباح في تخفيض تكاليف الوكالة لدى الشركات المدرجة في بورصة فلسطين؟. طبقت الدراسة على بيانات عينة الدراسة المتمثلة بـ 30 شركة مدرجة في بورصة فلسطين خلال فترة 2006-2016م، وتم استخدام الانحدار البسيط والمتعدد على أساس التباطؤ الزمني لتحليل البيانات، حيث أن متغير الدراسة المستقل هو توزيعات الأرباح والمكافآت، أما المتغير التابع هو تكاليف الوكالة والذي تم قياسه باستخدام نسبة الانتفاع من الأصول وذلك من خلال قسمة إجمالي الإيرادات التشغيلية على متوسط إجمالي الأصول. فافتترضت الدراسة الفرضية الرئيسية التالية لتحليل متغيرات الدراسة: يوجد أثر سلبي ذو دلالة إحصائية لتوزيعات الأرباح (النقدية والأسهم المجانية) على تكاليف الوكالة لدى الشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

وأظهرت نتائج الدراسة أن الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين تعاني من ارتفاع تكاليف الوكالة، وأن تلك الشركات تلجأ لخيار توزيعات الأرباح النقدية لتخفيف من تكاليف الوكالة، كما تبين أن المكافآت الإدارية بنوعها المكافآت الممنوحة لأعضاء مجلس الإدارة والمكافآت الممنوحة للإدارة التنفيذية، تؤثر سلباً على تكاليف الوكالة . وأوصت الدراسة بضرورة إتباع الشركات الفلسطينية سياسة توزيع أرباح ثابتة وواضحة، بالإضافة الى القيام بتطوير نظم المكافآت الإدارية الخاصة بأعضاء مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية وذلك بهدف تقليص مشكلة تضارب المصالح بين أصحاب الأسهم والإدارة.

7. دراسة (شقور، 2017) بعنوان: العوامل المؤثرة في تكاليف الوكالة " دراسة تطبيقية على البنوك التجارية المدرجة في بورصة عمان.

الهدف الرئيسي من الدراس هو التعرف على أهم العوامل المؤثرة في تكاليف الوكالة في البنوك التجارية المدرجة في بورصة عمان. أجريت الدراسة على جميع البنوك التجارية المدرجة في بورصة عمان وهم 16 بنك خلال فترة 2013-2015. متغيرات الدراسة المستقلة هم حجم مجلس الإدارة، ونسبة الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة، وعدد اجتماعات لجنة التدقيق، ونسبة الملكية المؤسسية، ونسبة الملكية العائلية، ونسبة تركيز الملكية، ونسبة التمويل بالدين، وحصة البنك السوقية، وحجم البنك. أما بالنسبة للمتغير التابع هو تكلفة الوكالة وتم قياسه من خلال ثلاثة مؤشرات، وهي مؤشر معدل الدوران للأصول، مؤشر التدفق النقدي الحر، ومؤشر المصاريف التشغيلية.

افتترضت الدراسة عدم وجود علاقة بين كل من المتغيرات المستقلة (حجم مجلس الإدارة، ونسبة الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة، وعدد اجتماعات لجنة التدقيق، ونسبة الملكية المؤسسية، ونسبة الملكية العائلية، ونسبة تركيز الملكية، ونسبة التمويل بالدين، وحصة البنك السوقية، وحجم البنك) مع تكلفة الوكالة. تم استخدام برنامج EXCEL وبرنامج SPSS لتحليل الخصائص الوصفية للمتغيرات، وتم استخدام تحليل الانحدار لاختبار فرضيات الدراسة.

بينت نتائج الدراسة وفقاً لمؤشر دوران الأصول أن: تكاليف الوكالة تزداد بزيادة حجم مجلس الإدارة وزيادة نسبة الأعضاء المستقلين وزيادة عدد اجتماعات لجنة التدقيق وزيادة الملكية

المؤسسية وزيادة نسبة الملكية العائلية وزيادة نسبة التمويل بالدين وزيادة حصة البنك السوقية، وتتنخفض تكلفة الوكالة بزيادة تركيز الملكية،

أما وفقاً لمؤشر المصاريف التشغيلية: تزداد تكاليف الوكالة بزيادة التمويل بالدين وزيادة تركيز الملكية وتتنخفض بزيادة حجم مجلس الإدارة وزيادة نسبة الملكية العائلية.

أما بالنسبة لمؤشر التدفق النقدي الحر، فإن تكلفة الوكالة تزداد بزيادة حجم مجلس الإدارة وتتنخفض بزيادة تركيز الملكية.

8. دراسة (رزقات وآخرون، 2016) بعنوان: تكاليف الوكالة والحاكمية المؤسسية: دليل من الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية.

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل مدى إسهام بعض الآليات الداخلية للحاكمية في تخفيض تكاليف الوكالة في الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في بورصة عمان المالية خلال الفترة ما بين 2000-2013، وتتمثل هذه الآليات في التمويل بالدين، والملكية المؤسسية، وحجم مجلس الإدارة، والمكافآت الإدارية، وهذه تعتبر المتغيرات المستقلة للدراسة وتم استخدام حجم الشركة وفرص النمو للشركة كمتغيرات وسيطة، وتكلفة الوكالة المتغير التابع.

وافترضت الدراسة الفرضية الرئيسية التالية: هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين الآليات الداخلية للحاكمية وتكاليف الوكالة، ومنها تفرعت عدة فرضيات فرعية متمثلة بوجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين كل من التمويل بالدين، والملكية المؤسسية، وحجم مجلس الإدارة، والمكافآت، وحجم الشركة مع تكاليف الوكالة، وأن هناك علاقة إيجابية بين فرص النمو للشركة وتكاليف الوكالة.

واستخدمت الدراسة بيانات السلاسل المقطعية (Panel Data Analysis) لتحليل الفرضيات، وتمثلت عينة الدراسة من 58 شركة صناعية أردنية.

تخلصت نتائج الدراسة بأنه يوجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين كل من مستوى التمويل بالدين والمكافآت الإدارية مع تكاليف الوكالة، وأن تكاليف الوكالة تزداد في الشركات

الصناعية الأردنية مع زيادة حجم مجلس الإدارة. وتبين عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية تربط بين الملكية المؤسسية وتكاليف الوكالة.

9. دراسة (حمدان وآخرون، 2016) بعنوان: هيكل الملكية في الشركات المدرجة في بورصة البحرين ودوره في تخفيض تكاليف الوكالة.

الهدف الرئيسي للدراسة هو تسليط الضوء على هيكل الملكية ودوره في تخفيض تكاليف الوكالة في الشركات المدرجة في بورصة البحرين. حيث أن المتغير المستقل للدراسة هو هيكل الملكية ومقسم إلى المتغيرات المستقلة التالية: تركيز الملكية، وملكية مجلس الإدارة، والملكية المؤسسية، والملكية الأجنبية، والمتغير التابع هو تكلفة الوكالة والذي تم قياسه باستخدام نسبة الانتفاع من الأصول وتم حسبه بقسمة المبيعات على إجمالي أصول الشركة، كما وتم اتخاذ متغيرات وسيطة متمثلة برقابة المقرضين (البنوك)، وحجم الشركة، وعمر الشركة. أجريت الدراسة على عينة من 31 شركة مدرجة في بورصة البحرين خلال الفترة ما بين 2002-2014. وافترضت الدراسة وجود أثر سلبي لمكونات هيكل الملكية على تكلفة الوكالة. وتم تحليل البيانات باستخدام نموذج التأثيرات الثابتة. وتم استخدام برنامج SPSS لتحليل البيانات واختبار فرضيات الدراسة.

وبينت نتائج الدراسة أن جميع مكونات هيكل الملكية تؤثر سلباً على تكاليف الوكالة في الشركات المدرجة في بورصة البحرين، باستثناء ملكية مجلس الإدارة التي أثبت أنها تؤثر إيجابياً في الحد من تكاليف الوكالة.

10. دراسة (الزبيدي وسلامة، 2014) بعنوان: اختبار أثر بعض العوامل المحددة لهيكل رأس المال: دراسة تحليلية للشركات المدرجة في السوق المالية السعودية (2003-2007). مشكلة الدراسة الرئيسية تجن عن التساؤل التالي: ما هي العوامل التي تؤثر على الرفع المالي وتحديد هيكل رأس المال في الشركات المساهمة في المملكة العربية السعودية؟ وأجريت الدراسة على البيانات المالية المنشورة في القوائم المالية السنوية للشركات المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2003-2007، وتمثلت عينة الدراسة من 64 شركة مدرجة من مختلف القطاعات من أصل 92 شركة مدرجة.

المتغيرات المستقلة في الدراسة هي الأصول الملموسة، المخاطرة، الحجم، الربحية، السيولة، والزكاة، أما المتغير التابع هو هيكل رأس المال مقاساً بالرفع المالي. بناءً على ذلك افترضت الدراسة الفرضية الرئيسية التالية: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين المتغيرات المستقلة (الأصول الملموسة، المخاطرة، الحجم، الربحية، السيولة، والزكاة) مع الرفع المالي مقاساً بالديون طويلة الأجل إلى مجموع الأصول. وتم استخدام تحليل الانحدار المتعدد لدراسة المتغيرات. وأظهرت نتائج الدراسة أن الأصول الملموسة والحجم لهم أثر إيجابي على الرفع المالي، ووجود علاقة عكسية بين الربحية والرفع المالي، أي أن الأصول الملموسة والحجم والربحية تؤثر على هيكل رأس المال، أما بقية المتغيرات وهي (المخاطرة، والسيولة، والزكاة) لا يوجد لها أثر ذو دلالة إحصائية على هيكل رأس المال في الشركات السعودية المساهمة.

2.5.2 الدراسات الأجنبية

1. دراسة (Kalash, 2019)، بعنوان:

Firm Leverage, Agency Costs and Firm Performance: An Empirical Research on Service Firms in Turkey.

هدفت الدراسة إلى تحليل أثر الرفع المالي على أداء الشركات ضمن تكلفة وكالة مرتفعة وتكلفة وكالة منخفضة. كما تكمن أهمية الدراسة بتقديم توصيات للشركات الخدمائية التركية حول رفع أو تخفيض الرفع المالي في الشركات بناءً على ارتفاع أو انخفاض تكلفة الوكالة في الشركات وإبراز أثره على أداء الشركات لتقديم توصيات لتحسين الأداء. أي أن متغيرات الدراسة هي أداء الشركات كمتغير تابع، وتم قياسه من خلال معدل العائد على الأصول (ROA)، والمتغير المستقل هو الرفع المالي والذي تم قياسه من خلال نسبة مجموع الديون من إجمالي الأصول. أجريت الدراسة على بيانات لـ 52 شركة مدرجة في بورصة إسطنبول خلال الفترة 2008-2017. ولدراسة أثر الرفع المالي على أداء الشركات تم افتراض فرضيتين رئيسيتين وهما: أولاً، يتم تخفيف التأثير السلبي (أو الإيجابي) للرافعة المالية على أداء الشركة من خلال تكاليف الوكالة المتمثلة بالتدفق النقدي الحر. ثانياً، التأثير السلبي (أو الإيجابي) للرافعة المالية على أداء الشركة يزيد (أو يخفف) من قبل تكلفة الوكالة للديون. ولتحليل البيانات ضمن الفرضيات تم استخدام أسلوب OLS.

أظهرت نتائج الدراسة، أولاً: أن الرافعة المالية تؤثر بشكل سلبي وذات أهمية إحصائية على أداء الشركات وهذا التأثير السلبي يمكن تخفيفه من خلال زيادة التدفق النقدي الحر، لذلك تم الاستنتاج أن أداء الشركات ذات تدفق نقدي حر عالي يتأثر سلبياً بالرافعة المالية أقل مقارنة بالشركات ذات التدفق النقدي الحر المنخفض. أي أن الرفع المالي يؤثر بشكل إيجابي على الشركات ذات تكلفة وكالة للنقد الحر عالية. ثانياً: إن التأثير السلبي للرافعة المالية على أداء الشركات يزيد من قبل تكلفة الوكالة للديون، أي تبين أن التأثير السلبي للرافعة المالية على أداء الشركة أعلى للشركات التي من المرجح أن تواجه تكاليف الوكالة على الديون أكثر، مقارنة مع الشركات التي قد تواجه تكاليف وكالة على الديون أقل.

2. دراسة (Asandimitra, 2017) بعنوان: Determinant of agency cost in Indonesia.

مشكلة الدراسة تمثلت بازدياد تكاليف الوكالة الناتجة عن مشكلة الوكالة المتمثلة في تضارب المصالح بين الإدارة والمساهمين، وهذه المشكلة تظهر وتتأثر بعدة عوامل. وتظهر أهمية الدراسة في إبراز أي العوامل الأكثر تأثيراً وهل التأثير سلبي أم إيجابي في الشركات الصناعية في إندونيسيا. لذلك هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر كل من الرافعة المالية، المفوضين المستقلين، حجم مجلس الإدارة، الملكية الإدارية، الملكية المؤسسية، ولجنة التدقيق (كمغيرات مستقلة في الدراسة) على تكلفة الوكالة (كمغير تابع) للشركات الصناعية المدرجة في بورصة إندونيسيا ما بين الفترة 2011-2015. ويتمثل مجتمع الدراسة في جميع الشركات الصناعية المدرجة في بورصة إندونيسيا، بينما شكلت عينة الدراسة 47 شركة صناعية مدرجة. وافترضت الدراسة وجود أثر سلبي لكل من المتغيرات المستقلة (الرافعة المالية، المفوضين المستقلين، حجم مجلس الإدارة، الملكية الإدارية، الملكية المؤسسية، ولجنة التدقيق) على تكلفة الوكالة. وتم استخدام تقنية تحليل البيانات الانحدار الخطي المتعدد لتحليل البيانات لاختبار نظريات الدراسة.

أظهرت نتائج الدراسة أن الرافعة المالية، والملكية الإدارية والملكية المؤسسية لها تأثير سلبي واضح على تكلفة الوكالة، في حين لا يوجد تأثير لكل من المفوضين المستقلين، وحجم مجلس الإدارة ولجنة التدقيق على تكلفة الوكالة.

3. دراسة (Nasieku, 2015) بعنوان:

Capital Structure Determinants Among Companies Quoted in Securities Exchange in East Africa.

يلعب قرار هيكل رأس المال دورًا مهمًا في تعظيم ثروة المساهمين، لذا قرار هيكل رأس المال الضعيف سيؤدي إلى ارتفاع التكلفة الإجمالية لرأس المال وبالتالي انخفاض القيمة الحالية للمشاريع الرأسمالية فهنا تكمن مشكلة الدراسة التي تمثلت بحاجة الشركات للحصول على تشكيلة هيكل رأس المال الأمثل من أجل تعظيم ثروتهم، لذلك فإن هذه الدراسة هدفت لإيجاد محددات هيكل رأس المال للشركات المدرجة في سوق شرق أفريقيا للأوراق المالية. تمثلت متغيرات الدراسة بالربحية، والنمو، وحجم الشركة، وهيكل الأصول، وتكلفة هيكل رأس المال كمتغيرات مستقلة، وهيكل رأس المال كمتغير تابع. أجريت الدراسة على بيانات من عينة 65 شركة مدرجة في بورصة أفريقيا خلال فترة عام 2009 إلى 2013. لذلك افترضت هذه الدراسة عدة فرضيات تشمل عدم وجود علاقة ذات أهمية بين كل من الربحية، والنمو، وحجم الشركة، وهيكل الأصول، وتكلفة هيكل رأس المال مع هيكل رأس المال. وتم تحليل البيانات باستخدام لوحة البيانات والتحليل الوصفي لاختبار الفرضيات.

أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة إيجابية ولكن ليست ذات أهمية نسبية بين كل من الربحية والنمو وحجم الشركة مع هيكل رأس المال، ووجود علاقة إيجابية وذات أهمية نسبية بين هيكل أصول الشركة مع هيكل رأس المال، إلا أنها أثبتت وجود علاقة سلبية بين تكلفة رأس المال مع هيكل رأس المال.

4. دراسة (Florackis & Ozkan ,2015) بعنوان:

Agency costs and corporate governance mechanisms: Evidence for UK firms.

مشكلة الدراسة تكمن في ارتفاع تكاليف الوكالة في الشركات البريطانية فكان لا بد من دراسة تكلفة الوكالة ضمن آليات الحوكمة في الشركات، لذلك فإن هذه الدراسة تهدف لتوسيع الأدبيات التطبيقية حول محددات تكاليف الوكالة، بالإضافة إلى دراسة العلاقة بين آليات حوكمة

الشركات مع تكلفة الوكالة في ظل فرص النمو الثابت. أي أن متغيرات الدراسة المستقلة هي محددات حوكمة الشركات وهي التمويل بالدين، والملكية الإدارية، وتمرکز الملكية، ومجلس الإدارة، والمكافآت الإدارية، أما المتغير التابع فهو تكلفة الوكالة وتم قياسه بطريقتين، معدل دوران الأصول، ومعدل النفقات (نسبة المصاريف من المبيعات)، وهناك متغير وسيط أو ضابط للعلاقة وهو فرص النمو للشركات. وافترضت الدراسة أنه لا يوجد أثر للمتغيرات المستقلة وهي كل من التمويل بالدين، والملكية الإدارية، وتمرکز الملكية، ومجلس الإدارة، والمكافآت الإدارية على المتغير التابع وهو تكلفة الوكالة. أجريت الدراسة على عينة مكونة من 897 شركة مدرجة في بورصة بريطانيا. وتم استخدام أسلوب الانحدار المتقاطع لتحليل البيانات واختبار فرضيات الدراسة.

وأظهرت نتائج الدراسة أن كل من الملكية الإدارية والمكافآت الإدارية وتمرکز الملكية يلعبون دوراً مهماً في تخفيض تكاليف الوكالة، ويختلف هذا التأثير مع اختلاف فرص النمو في الشركات.

5. دراسة (Cai C. & et al, 2015) بعنوان:

Do Audit Committees Reduce the Agency Costs of Ownership Structure?

هدف الدراسة هو البحث حول تكلفة الوكالة لهيكل ملكية الشركات ودور لجنة التدقيق في التخفيف من هذه التكاليف. متغير الدراسة المستقل هو إجراءات لجنة التدقيق والمتغيرات التابعة هي وجود علاقة الوكالة في الشركة، وقيمة الشركة، وخطورة تكلفة الوكالة، ووجود تحكم في الملكية، لذا افترضت الدراسة فرضيات فرعية تمثلت بوجود علاقة بين إجراءات لجنة التدقيق مع كل من وجود علاقة الوكالة في الشركة، وقيمة الشركة، وخطورة تكلفة الوكالة في الشركة، ووجود تحكم في الملكية.

مجتمع الدراسة عبارة عن جميع الشركات المدرجة في بورصة الصين خلال الفترة 2002-2004 التي مثلت 3217 شركة ولكن تم اختيار عينة الدراسة بناءً على عدة معايير فاقتصرَت الدراسة على 1126 شركة.

بيّنت نتائج الدراسة: - وجود للجنة التدقيق في الشركات ذات تحكم ملكية عالي. - لا يوجد أثر للجنة التدقيق في الشركات ذات خطورة عالية لتكلفة الوكالة. - لجنة التدقيق لها أثر واضح على الشركات التي تحتوي على علاقة وكالة واضحة.

6.دراسة (Onsomu, 2014) بعنوان:

Relationship between capital structure and agency cost for companies listed at the Nairobi Securities Exchange.

هدف الدراسة هو أولاً معرفة ما إذ يوجد علاقة بين هيكل رأس المال وتكلفة الوكالة للشركات المدرجة في سوق نيروبي للأوراق المالية. وثانياً معرفة ما إذا كانت العلاقة بينهم تختلف ما بين الشركات ذات نمو مرتفع والشركات ذات نمو منخفض. ذلك من خلال معرفة هل استخدام الديون في هيكل رأس المال يقلل من المشاكل أو الخلافات بين المساهمين والمدراء.

عينة الدراسة 61 شركة وهم جميع الشركات المدرجة في بورصة نيروبي، خلال عام 2009 إلى 2013.

افترض الدراسة فرضية واحدة وهي عدم وجود علاقة بين هيكل رأس المال وتكلفة الوكالة. المتغير التابع هو تكلفة الوكالة تم قياسها من خلال معدل الكفاءة (Efficiency ratio) ونسب استخدام الأصول (Asset utilization ratio)، أما المتغير المستقل هو هيكل رأس المال وتم قياسه من خلال نسبة الديون طويلة لأجل إلى الملكية (Long-term Debt to Equity ratio). وتم استخدام تحليل الانحدار متعدد المتغيرات وبمساعدة برنامج SPSS لتحليل البيانات واختبار الفرضيات لمعرفة العلاقة بين المتغيرات.

نتائج الدراسة بيّنت وجود علاقة إيجابية ولكن ضعيفة بين هيكل رأس المال وتكلفة الوكالة للشركات ذات نمو مرتفع ونمو منخفض. كذلك تبين أن مع ارتفاع نسب الديون، فإن الشركات ذات النمو المرتفع تقلل من نفقاتها ولكن لا يؤثر على نسب استخدام الأصول لديها. أما بالنسبة للشركات منخفضة النمو فارتفاع نسب الديون يؤدي إلى الاستخدام الفعال للأصول ولكن لا يؤدي إلى انخفاض في النفقات فيما يتعلق بالمبيعات.

7. دراسة (Rodel, 2013)، بعنوان: Capital Structure: Evidence from Dutch Firms

تبحث الدراسة في العوامل المهمة التي تؤثر على قرار تشكيلة هيكل رأس المال للشركات الهولندية المدرجة الغير مالية. و تمثل التساؤل الرئيسي للدراسة بـ: " ما هي أهم العوامل المؤثرة في قرار هيكل رأس المال للشركات الهولندية المدرجة؟"

عينة الدراسة عبارة عن 77 شركة هولندية مدرجة في بورصة يورنكس أمستردام، في الفترة ما بين 2004 و 2009. تم استخدام تحليل الانحدار العادي للمربعات الصغرى (Ordinary Least Squares Regression)، لفحص عوامل ثلاث نظريات كمتغير مستقل في الدراسة، وهم: نظرية التبادل (Tread-off Theory)، نظرية الاختيار الترتيبي (Pecking Order Theory)، ونظرية تكلفة الوكالة (Agency Theory)، والرفع المالي مثل المتغير التابع للدراسة. فكانت فرضيات الدراسة الرئيسية كالتالي: (1) لا يوجد علاقة بين عوامل نظرية التبادل والرفع المالي لشركات الهولندية المدرجة. (2) لا يوجد علاقة بين عوامل نظرية الاختيار الترتيبي والرفع المالي لشركات الهولندية المدرجة. (3) لا يوجد علاقة بين عوامل نظرية الوكالة والرفع المالي لشركات الهولندية المدرجة.

ونتائج التحليل تشير إلى أن العوامل الأكثر تأثيراً في قرار هيكل رأس المال في الشركات الهولندية هي: أولاً، الحجم وهو عامل من عوامل نظرية التبادل. ثانياً، الملموسية وهو عامل من عوامل نظرية التبادل ونظرية الاختيار الترتيبي. ثالثاً، الربحية وهي عامل من عوامل نظرية الاختيار الترتيبي. ورابعاً، التدفق النقدي الحر وهو عامل من عوامل نظرية الوكالة. أما باقي العوامل فليس لها تأثير.

8. دراسة (Syed & Tariq, 2006) بعنوان:

Determinants of Capital Structure: A case for the Pakistani Cement Industry.

هدف الدراسة هو تحديد هيكل رأس المال الشركات في قطاع الإسمنت المدرجة في سوق كراتشي للأوراق المالية في الباكستان. اشتملت الدراسة على عينة من 16 شركة من أصل 22 شركة في قطاع الإسمنت للبيانات المنشورة خلال الفترة ما بين 1997 إلى 2001. واتخذت أربع متغيرات مستقلة وهي: حجم الشركة و تم قياسه بحجم المبيعات، والأصول الملموسة، والربحية، والنمو، و متغير تابع واحد وهو هيكل رأس المال الذي تم التعبير عنه و قياسه من خلال الرافعة المالية أو المديونية. وافترضت الدراسة وجود علاقة سلبية بين كل من حجم الشركة وتم قياسه بحجم المبيعات، والأصول الملموسة، والربحية، والنمو مع هيكل رأس المال. وأظهرت نتائج الدراسة ما يلي:

- وجود علاقة سلبية بين حجم الشركة و الرافعة المالية بافتراض أن كلما زاد حجم الشركة يقل اعتمادها على الديون في التمويل، و هذا يتنافى مع نظرية الـ Tradeoff، إذ تفترض وجود علاقة إيجابية بين حجم الشركة و الرافعة المالية.
- وجود علاقة سلبية بين الربحية والرافعة المالية، وهذا يدعم نظرية الـ Pecking Order، ولكن يتنافى مع نظرية Tradeoff.
- وجود علاقة إيجابية بين الأصول الملموسة والديون.
- وجود علاقة إيجابية بين النمو الذي تم قياسه كنسبة من تغير الأصول مع الرافعة المالية وهذا يدعم نظرية الـ Pecking order.

9. دراسة (Rikanovic, 2005) بعنوان:

Corporate Disclosure Strategy and the Cost of capital – An empirical study of large listed German corporations.

مشكلة الدراسة متمثلة بالتساؤلات التالية: هل إفصاحات الشركة تقلل من تكلفة رأس المال؟ وكيف يمكن لإفصاحات الشركة أن تقلل من تكلفة رأس المال؟ وآخراً، كيف يجب على الشركات اعداد استراتيجيات الإفصاح؟ لذا فإن الهدف الأساسي للدراسة هو معرفة ما هو أثر إفصاحات

الشركة على تكلفة رأس المال. أي أن متغيرات الدراسة هم كالتالي؛ المتغير المستقل هو إفصاحات الشركة وتم التمثيل عنه بعلاقات المستثمرين مع الأطراف الخارجية وذلك من خلال عدة مقاييس نوعية، والمتغير التابع هو تكلفة رأس المال الذي تم قياسه باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأس مالية (CAPM)، وهناك عدة متغيرات ضابطة وهي؛ الصناعة، وحجم الشركة، وقسم سوق الأسهم، والاعتمادية على التمويل الخارجي، والأداء التاريخي للشركات، والنمو. مجتمع الدراسة تكون من 200 شركة، إلا أنه أجريت الدراسة على عينة مكونة من 84 شركة ألمانية مصنفة ضمن الأسواق المؤهلة (DAX, MDAX, SDAX and NEMAX) من 12 قطاع مختلف، حيث أن الشركات الغير مصنفة ضمن هذه الأسواق لا تعتبر أساسية في هذه الدراسة التطبيقية لأنها تحتوي على حصة صغيرة من الرأس المال السوقي. تم تحليل البيانات واختبار الفرضيات من خلال الانحدار المتعدد، وهناك عدة فرضيات للدراسة ولكن أهم الفرضيات الرئيسية هي أنه يوجد علاقة سببية بين إفصاحات الشركة وتكلفة رأس المال.

أهم نتائج الدراسة أنه يمكن للشركات تقليل تكلفة رأس مالها من خلال زيادة مستوى الإفصاح، كما ويمكن للإدارة زيادة قيمة الشركة من خلال زيادة الإفصاح. وإجابة للتساؤل الثاني، فإن المستثمر كلما زاد السيولة السوقية يمكنهم تخفيض أكثر تكلفة رأس المال، وأخراً تم التوصل إلى أهمية هيكل الملكية في الشركات من أجل قيمة الشركة في المدى الطويل.

3.5.2 محاور الدراسات السابقة.

المحور الأول: محددات هيكل رأس المال:

أجمعت جميع الدراسات التي بحثت في هذا المحور على قياس هيكل رأس المال من خلال الرفع المالي وهو عبارة عن مجموع الديون طويلة الأجل مقسومة على مجموع الأصول، وهو المتغير التابع، أما بالنسبة للمتغيرات المستقلة هي محددات أو العوامل التي تؤثر على هيكل رأس المال.

وأهم هذه العوامل هي الربحية حيث أظهرت دراسة (Nasieku, 2015) وجود علاقة إيجابية بين هيكل رأس المال وربحية الشركة أي أن كلما زاد ربح الشركة زاد اعتمادها على الدين في

تشكيلة هيكل رأس المال، إلا أن كل من دراسة (Rodel, 2013) ودراسة (Syed & Tariq, 2016) ودراسة (حمزة الزبيدي وحسين سلامة، 2014)، خالفوه الرأي إذ بينت دراساتهم أن هناك علاقة سلبية بين هيكل رأس المال وربحية الشركة، أي أن كلما زادت ربحية الشركة قل الرفع المالي أو المديونية في الشركة.

النمو، وأثبتت كل من دراسة (Nasieku, 2015) ودراسة (Syed & Tariq, 2016) ودراسة (خنفر، 2017) وجود علاقة إيجابية بين هيكل رأس المال ونمو الشركة، أي كلما زاد نمو الشركة زاد الرفع المالي في الشركة.

حجم الشركة وأجمع كل من (Nasieku, 2015) و (Rodel, 2013) و (حمزة الزبيدي وحسين سلامة، 2014) أن هناك علاقة إيجابية بين حجم الشركة (التي تم قياسها من خلال حجم المبيعات أو من خلال حجم الأصول) وهيكل رأس المال، أي كلما زاد حجم الشركة زاد الرفع المالي للشركة أي زاد اعتمادها على الديون في تشكيلة هيكل رأس المال، إلا أن (Syed & Tariq, 2016) خالفهم الرأي إذ بينت دراسته وجود علاقة سلبية بين حجم الشركة وهيكل رأس المال.

تكلفة رأس المال، حيث بين (Nasieku, 2015) وجود علاقة سلبية بين تكلفة رأس المال (التي تم قياسها من خلال نظرية المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (WACC)) وهيكل رأس المال.

الأصول الملموسة، واتفق كل من (Rodel, 2013) و (Syed & Tariq, 2016) و (خنفر، 2017) و (حمزة الزبيدي وحسين سلامة، 2014) على وجود علاقة إيجابية بين الأصول الملموسة وهيكل رأس المال.

المحور الثاني: تكلفة الوكالة:

استخدم (Kalash, 2019) تكلفة الوكالة كمتغير وسيط في دراسته، والتي أثبتت وجود تأثير سلبي للرفع المالي على أداء الشركات وذلك مع زيادة تكلفة الوكالة، أي كلما زادت تكلفة الوكالة زاد التأثير السلبي للرفع المالي على أداء الشركات.

أما (Onsomu, 2014) استخدم تكلفة الوكالة في دراسته على أنها متغير تابع، وأثبت أن هناك علاقة سلبية بين هيكل رأس المال الذي تم قياسه من خلال الرفع المالي، مع تكلفة الوكالة التي تم قياسه من خلال معدل الكفاءة Efficiency ratio، أي أنه مع ارتفاع الرفع المالي للشركة أو اعتماده على الديون أكثر في تشكيلة هيكل رأس المال تنخفض تكلفة الوكالة، وأيده بذلك (Asandimitra, 2017) بدراسته التي طبقها على الشركات الإندونيسية لتحليل العوامل المؤثرة على تكلفة الوكالة، وكذلك أيده دراسة (بوكرومة وعبيدات، 2019) ودراسة (صورية بين عزيزة ونور الدين زعبيط، 2019) التي أثبتت أن المديونية لها أثر في تقليل تكاليف الوكالة.

أما (شقور، 2017) بين أن هناك عدة عوامل تؤثر على تكلفة الوكالة ودرس ذلك ضمن ثلاثة مؤشرات، مؤشر دوران الأصول، ومؤشر المصاريف التشغيلية، ومؤشر التدفق النقدي الحر، وأظهرت نتائج دراسته وفقاً لهذه المؤشرات أن تكاليف الوكالة تزداد بزيادة كل من حجم مجلس الإدارة، وزيادة نسبة الأعضاء المستقلين، وزيادة عدد اجتماعات لجنة التدقيق، وزيادة الملكية المؤسسية، وزيادة نسبة الملكية العائلية، وزيادة نسبة التمويل بالدين، وزيادة حصة البنك السوقية. وتنخفض تكلفة الوكالة بزيادة تركز الملكية، وأيده بذلك كل من (حمدان وآخرون، 2016) و (Florackis & Ozkan, 2015) إذ أثبتت دراستهم أن مع زيادة تركز الملكية في الشركات تنخفض تكلفة الوكالة.

ولكن اختلفت نتائجه قليلاً وفقاً لمؤشر المصاريف التشغيلية بأن تكلفة الوكالة تزداد مع زيادة تركز الملكية وتنخفض مع زيادة حجم مجلس الإدارة وزيادة نسبة الملكية العائلية.

أما (النجار، 2017) بحث في أثر المكافآت والتوزيعات في تخفيض تكلفة الوكالة، إلا أن النتائج بينت أن التوزيعات والمكافآت الإدارية بنوعها المكافآت الممنوحة لأعضاء مجلس الإدارة والمكافآت الممنوحة للإدارة التنفيذية، تؤثر سلباً على تكاليف الوكالة، وأيده كل من (رزيقات وآخرون، 2016) في دراستهم حول تكاليف الوكالة، حيث أثبت دراستهم وجود علاقة سلبية بين المكافآت الإدارية وتكلفة الوكالة أي أن مع زيادة المكافآت الإدارية تقلل من تكاليف الوكالة، وكذلك دراسة (Florackis & Ozkan, 2015) التي بينت أن مع زيادة المكافآت الإدارية تنخفض تكلفة الوكالة.

وبالنسبة لطريقة حساب تكلفة الوكالة فإن (خراسنة وبطينة، 2018) قاموا بحسابها من خلال نسبة دوران الأصول و نسبة النفقات التشغيلية، كما و أيده دراسة كل من (شقور، 2017) و دراسة (Florackis & Ozkan, 2015) كما واعتمد (Onsomu, 2014) على نسبة دوران الأصول و معدل الكفاءة في حساب تكلفة الوكالة. كما اعتمد (النجار، 2017) و (حمدان وآخرون، 2016) في دراستهم على نسبة الانتفاع من الأصول لتحديد تكلفة الوكالة.

أما تكلفة هيكل رأس المال فإن كل من دراسة (الزبيدي وسلامة، 2014) ودراسة (خنفر، 2017) و دراسة (Onsomu, 2014) و دراسة (Rodel, 2013) ودراسة (Syed & Tariq, 2006) ودراسة (بوكرومة وعبيدات، 2019) استخدموا مؤشر الرفع المالي هو نسبة الديون إلى نسبة الحقوق الملكية لحساب تكلفة هيكل رأس المال. إلا أنه خالهم الرأي كل من (Rikanovic, 2005) و (سعيني وشحان، 2019) في دراساتهم إذ قاموا باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأس مالية CAPM لحساب تكلفة هيكل رأس المال.

4.5.2 ملخص الدراسات السابقة

جدول رقم 1 ملخص الدراسات السابقة

#	عنوان الدراسة	المؤلف	المشكلة	الهدف	العينة	المتغيرات	الفرضيات	النتائج
1	أثر هيكل رأس المال على تكاليف الوكالة والتدفقات النقدية الحرة في الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية.	بوكرومة وعبيدات، 2019	ما أثر هيكل رأس المال على تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للفترة ما بين 2010 و2018؟	هدف هذه الدراسة هو اختبار أثر هيكل رأس المال على تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للفترة ما بين 2010 و2018.	عينة الدراسة 57 شركة من أصل 188 شركة مدرجة في سوق عمان للأوراق المالية حتى نهاية 2018.	المتغير المستقل في الدراسة هو هيكل رأس المال وتم قياسه من خلال الرفع المالي، المتغيرات الضابطة هي ربحية الشركة، وحجم الشركة، ومعدل النمو، والمتغير التابع هو تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة.	وافترضت الدراسة أربع فرضيات متمثلة بوجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين الرفع المالي وربحية الشركة وحجم الشركة ومعدل النمو مع تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة.	وأظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية لنسبة الرفع المالي على تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة، وهذه النتيجة تتوافق مع فرضية التدفق النقدي الحر، وبناءً عليه توصي الدراسة بضرورة فرض رقابة أكثر على سلوك المدراء في الشركة لتقييد قراراتهم التي تخص فائض التدفقات النقدية.
2	أثر تكلفة رأس المال على اتخاذ القرار الاستثماري في المؤسسة الاقتصادية -دراسة حالة مؤسسة	سعيني وشحان، 2019	تمثلت مشكلة الدراسة بتساؤل ما مدى تأثير تكلفة رأس المال على اتخاذ القرار الاستثماري في مؤسسة إيباش	فهدف الدراسة هو معرفة ما مدى تأثير تكلفة رأس المال على اتخاذ القرار الاستثماري في مؤسسة إيباش	الدراسة عبارة عن دراسة حالة لذا فعينة الدراسة هي فقط مؤسسة إيباش.	المتغير المستقل في الدراسة هو تكلفة رأس المال تم قياس تكلفة رأس المال من خلال CAPM،	وافترضت الدراسة وجود أثر لتكلفة رأس المال على اتخاذ القرار الاستثماري في	بينت نتائج الدراسة أن تكلفة رأس المال له دور فعال في اتخاذ القرارات الاستثمارية والتحكم في التكاليف ومصادر التمويل وتقييم

	إيباش للأشغال العامة في أدرار - الجزائر .		للأشغال العمومية في أدرار ؟	إيباش للأشغال العمومية.		والمتغير التابع هو القرار الاستثماري.	مؤسسة إيباش للأشغال العامة.	الأداء في شركة إيباش للأشغال العامة.
3	أثر هيكل الاستدانة في تكاليف الوكالة: حالة الشركات المساهمة المدرجة في بورصة الجزائر للفترة 2010-2017.	بن عزيزة وزعيط، 2019	ما أثر هيكل الاستدانة على تكاليف الوكالة في الشركة؟	هدف هذه الدراسة هو بيان أثر هيكل الاستدانة على تكاليف الوكالة في الشركة.	عينة الدراسة تمثلت ببيانات مالية لخمس شركات مدرجة في بورصة الجزائر للفترة 2010-2017.	متغير الدراسة المستقل هو المديونية ومقسم إلى قسمين، ديون متوسطة وطويلة الأجل، وديون قصيرة الأجل، أما المتغير التابع فهو تكلفة الوكالة وتم قياسه بمعدل دوران الأصول، والمتغير الضابط هو حجم الأصول.	الفرضية الرئيسية متمثلة بوجود أثر ذو دلالة إحصائية لمعدل الاستدانة على تكاليف الوكالة، ومنها فرضيات فرعية متمثلة في وجود أثر ذو دلالة إحصائية لكل من معدل الاستدانة طويلة ومتوسطة الأجل، ومعدل الاستدانة قصير الأجل وحجم الشركة على تكاليف الوكالة في الشركات.	وبينت نتائج الدراسة وجود أثر ذو دلالة إحصائية بين المديونية بنوعها على تكاليف الوكالة، وهذا دليل جديد يؤكد على أن الاستدانة من الآليات الفعالة في تخفيض تكاليف الوكالة في الشركات.

4	هل حوكمة الشركات تقلل من تكلفة الوكالة في الشركات الصناعية الأردنية؟	خراسنة وبطائية، 2018	ما تأثير حوكمة الشركات على تخفيض تكاليف الوكالة في الشركات المساهمة العامة الصناعية الأردنية المدرجة في بورصة عمان؟	تهدف الدراسة إلى قياس تأثير حوكمة الشركات على تخفيض تكاليف الوكالة في الشركات المساهمة العامة الصناعية الأردنية المدرجة في بورصة عمان.	جميع الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان، والتي لديها بيانات متاحة في هذا السوق خلال الفترة (2014-2016)، وتصل إلى 46 شركة.	المتغير المستقل: آليات حوكمة الشركات وهي حجم مجلس الإدارة، والملكية المؤسسية، ولجنة التدقيق، ونسبة الديون، ونسبة الأرباح، والعائد على الأصول، وحجم الشركة. المتغير التابع: تكلفة الوكالة	افتترضت الدراسة وجود علاقة سلبية بين مكونات حوكمة الشركات وتكلفة الوكالة في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان.	أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين عدم توزيع أرباح الشركة وتكاليف الوكالة الممثلة في المتغير (نسبة مصروفات التشغيل)، وأن هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين ROA وتكاليف الوكالة الممثلة في متغير (معدل دوران الأصول).
5	بعنوان محددات هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين، دراسة تطبيقية للفترة الزمنية (2005-2014). رسالة ماجستير من جامعة الخليل.	خنفر، 2017	إن قرار اعتماد الشركات على مصادر تمويل مقترضة، أو مصادر تمويل مملوكة أو مزيج بينهما لتمويل رأس المال محكوم بمجموعة من القواعد وهناك العديد من العوامل التي تؤثر على هذا القرار، وهناك نقص كبير في الدراسات	هدفت الدراسة إلى التعرف على محددات هيكل رأس المال للشركات المساهمة العامة في فلسطين وقياس مدى أثر هذه المحددات على هيكل رأس المال.	بيانات مالية منشورة من 18 شركة مدرجة في بورصة فلسطين خلال الفترة (2005-2014).	المتغيرات المستقلة (حجم الشركة، عمر الشركة، النمو المتوقع للشركة، الربحية، السيولة، والأصول الملموسة، والمخاطرة) على المتغير التابع وهو هيكل رأس المال	لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لكل من المتغيرات المستقلة على هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين.	أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين هيكل رأس المال للشركات المدرجة وكل من عمر الشركة، والأصول الملموسة، ونموها. ولكنها أظهرت وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين سيولة الشركة وبين هيكل رأس المال للشركة. أما بقية

					التطبيقية المتبقية على الشركات الفلسطينية حول هذا الموضوع ولتحديد محددات هيكل راس المال للشركات الفلسطينية.		
6	مدى تأثير سياسة توزيعات الأرباح والمكافآت الإدارية في تخفيض تكاليف الوكالة لدى الشركات المدرجة في بورصة فلسطين.	النجار، 2017	ما مدى تأثير سياسة توزيعات الأرباح في تخفيض تكاليف الوكالة لدى الشركات المدرجة في بورصة فلسطين؟.	هدف الدراسة هو بيان أثر توزيعات الأرباح النقدية والأسهم المجانية والمكافآت الإدارية في تخفيض تكاليف الوكالة.	30 شركة مدرجة في بورصة فلسطين خلال فترة 2006-2016م.	متغير الدراسة المستقل هو توزيعات الأرباح والمكافآت، أما المتغير التابع هو تكاليف الوكالة.	يوجد أثر سلبي ذو دلالة إحصائية لتوزيعات الأرباح (النقدية والأسهم المجانية) على تكاليف الوكالة لدى الشركات المدرجة في بورصة فلسطين.
	وأظهرت نتائج الدراسة أن الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين تعاني من ارتفاع تكاليف الوكالة، وأن تلك الشركات تلجأ لخيار توزيعات الأرباح النقدية لتخفيف من تكاليف الوكالة، كما تبين أن المكافآت الإدارية، تؤثر سلباً على تكاليف الوكالة . وأوصت الدراسة بضرورة إتباع الشركات الفلسطينية سياسة توزيع أرباح ثابتة وواضحة، بالإضافة الى القيام بتطوير نظم المكافآت الإدارية وذلك بهدف تقليص						المتغيرات فقد أظهرت النتائج عدم وجود علاقة ذات دلالة بينها وبين هيكل رأس المال.

7	العوامل المؤثرة في تكاليف الوكالة " دراسة تطبيقية على البنوك التجارية المدرجة في بورصة عمان. جامعة الزرقاء/ الأردن.	شقوق، 2017	ما هي أهم العوامل المؤثرة في تكاليف الوكالة في البنوك التجارية المدرجة في بورصة عمان؟	الهدف الرئيسي من الدراس هو التعرف على أهم العوامل المؤثرة في تكاليف الوكالة في البنوك التجارية المدرجة في بورصة عمان.	جميع البنوك التجارية المدرجة في بورصة عمان وهم 16 بنك خلال فترة 2013-2015.	متغيرات الدراسة المستقلة هم حجم مجلس الإدارة، ونسبة الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة، وعدد اجتماعات لجنة التدقيق، ونسبة الملكية المؤسسية، ونسبة الملكية العائلية، ونسبة تركيز الملكية، ونسبة التمويل بالدين، وحصة البنك السوقية، وحجم البنك. المتغير التابع: تكلفة الوكالة	افتترضت الدراسة عدم وجود علاقة بين كل من المتغيرات المستقلة مع تكلفة الوكالة.	نتائج الدراسة وفقاً لمؤشر دوران الأصول أن: تكاليف الوكالة تزداد بزيادة حجم مجلس الإدارة وزيادة نسبة الأعضاء المستقلين وزيادة عدد اجتماعات لجنة التدقيق وزيادة الملكية المؤسسية وزيادة نسبة الملكية العائلية وزيادة نسبة التمويل بالدين وزيادة حصة البنك السوقية، وتتنخفض تكلفة الوكالة بزيادة تركيز الملكية. أما وفقاً لمؤشر المصاريف التشغيلية: تزداد تكاليف الوكالة بزيادة التمويل بالدين وزيادة تركيز الملكية وتتنخفض بزيادة حجم مجلس الإدارة وزيادة نسبة الملكية العائلية. أما بالنسبة لمؤشر التدفق النقدي الحر، فإن تكلفة	مشكلة تضارب المصالح بين أصحاب الأسهم والإدارة.
---	---	------------	---	---	--	---	---	--	--

								الوكالة تزداد بزيادة حجم مجلس الإدارة وتتنخفض بزيادة تركيز الملكية.
8	تكاليف الوكالة والحاكمية المؤسسية: دليل من الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية.	زياد ورزيقات وآخرون، 2016	ما مدى إسهام بعض الآليات الداخلية للحاكمية في تخفيض تكاليف الوكالة في الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في بورصة عمان المالية؟	هدفت هذه الدراسة إلى تحليل مدى إسهام بعض الآليات الداخلية للحاكمية في تخفيض تكاليف الوكالة في الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في بورصة عمان المالية خلال الفترة ما بين 2000-2013.	58 شركة صناعية أردنية المدرجة في بورصة عمان المالية خلال الفترة ما بين 2000-2013.	المتغيرات المستقلة: لآليات الحوكمة وهي التمويل بالدين، والملكية المؤسسية، وحجم مجلس الإدارة، والمكافآت الإدارية. متغيرات وسيطة: حجم الشركة وفرص النمو للشركة. المتغير التابع: تكلفة الوكالة.	افتترضت الدراسة الفرضية الرئيسية التالية: هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين إحصائية الشركات الداخلية للحاكمية وتكاليف الوكالة.	تلخصت نتائج الدراسة بأنه يوجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين كل من مستوى التمويل بالدين والمكافآت الإدارية مع تكاليف الوكالة، وأن تكاليف الوكالة تزداد في الشركات الصناعية الأردنية مع زيادة حجم مجلس الإدارة. وتبين عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية تربط بين الملكية المؤسسية وتكاليف الوكالة.
9	هيكل الملكية في الشركات المدرجة في بورصة البحرين ودوره في تخفيض تكاليف الوكالة.	حمدان وآخرون، 2016	ما دور هيكل الملكية في تخفيض تكاليف الوكالة في الشركات المدرجة في بورصة البحرين؟	هدفت الدراسة إلى تسليط الضوء على هيكل الملكية ودوره في تخفيض تكاليف الوكالة في الشركات المدرجة في بورصة البحرين.	31 شركة مدرجة في بورصة البحرين خلال الفترة ما بين 2002-2014.	المتغير المستقل للدراسة هو هيكل الملكية ومقسم إلى المتغيرات المستقلة التالية: تركيز الملكية، وملكية مجلس الإدارة، والملكية	وافترضت الدراسة وجود أثر سلبي لمكونات هيكل الملكية على تكلفة الوكالة.	وبينت نتائج الدراسة أن جميع مكونات هيكل الملكية تؤثر سلباً على تكاليف الوكالة في الشركات المدرجة في بورصة البحرين، باستثناء ملكية مجلس الإدارة التي أثبت أنها

10	اختبار أثر بعض العوامل المحددة لهيكل رأس المال: دراسة تحليلية للشركات المدرجة في السوق المالية السعودية (2003-2007).	الزبيدي وسالمة، 2014	مشكلة الدراسة الرئيسية: تجن من التساؤل التالي: ما هي العوامل التي تؤثر على الرفع المالي تحديد هيكل رأس المال في الشركات المساهمة في المملكة العربية السعودية؟	معرفة ما هي العوامل التي تؤثر على الرفع المالي تحديد هيكل رأس المال في الشركات المساهمة في المملكة العربية السعودية	البيانات المالية المنشورة في القوائم المالية السنوية لـ 64 شركة مدرجة من مختلف القطاعات من أصل 92 شركة مدرجة خلال الفترة 2003-2007.	المتغيرات المستقلة هي الأصول الملموسة، المخاطرة، الحجم، الربحية، السيولة، والزكاة، أما المتغير التابع هو هيكل رأس المال مقاساً بالرفع المالي.	لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين المتغيرات المستقلة مع الرفع المالي مقاساً بالديون طويلة الأجل إلى مجموع الأصول.	أظهرت نتائج الدراسة أن الأصول الملموسة والحجم لهم أثر إيجابي على الرفع المالي، ووجود علاقة عكسية بين الربحية والرفع المالي، أما بقية المتغيرات لا يوجد لها أثر ذو دلالة إحصائية على هيكل رأس المال في الشركات السعودية المساهمة.
11	Firm Leverage, Agency Costs and Firm Performance: An Empirical Research on Service Firms in Turkey.	Kalash, 2019	ما أثر الرفع المالي على أداء الشركات ضمن تكلفة وكالة مرتفعة وتكلفة وكالة منخفضة؟	تحليل أثر الرفع المالي على أداء الشركات ضمن تكلفة وكالة مرتفعة وتكلفة وكالة منخفضة.	بيانات لـ 52 شركة مدرجة في بورصة إسطنبول خلال الفترة 2008-2017.	المتغير التابع: أداء الشركات. والمتغير المستقل: هو الرفع المالي.	افترضت الدراسة الفرضيات التالية: أولاً، يتم تخفيف التأثير السلبي /الإيجابي للرافعة المالية على أداء الشركة من خلال	أولاً: إن أداء الشركات ذات تدفق نقدي حر عالي يتأثر سلبياً بالرافعة المالية أقل مقارنة بالشركات ذات التدفق النقدي الحر المنخفض. ثانياً: إن التأثير السلبي للرافعة المالية على أداء الشركة أعلى

								12
لشركات التي من المرجح أن تواجه تكاليف الوكالة على الديون أكثر، مقارنة مع الشركات التي قد تواجه تكاليف وكالة على الديون أقل.	تكاليف الوكالة المتمثلة بالتدفق النقدي الحر. ثانياً، التأثير السلبي/ الإيجابي للرافعة المالية على أداء الشركة يزيد/ يقلل من قبل تكلفة الوكالة للديون.							
نتائج الدراسة أن الرافعة المالية، والملكية الإدارية والملكية المؤسسية لها تأثير سلبي على تكلفة الوكالة، في حين لا يوجد تأثير لكل من المفوضين المستقلين، وحجم مجلس الإدارة ولجنة التدقيق على تكلفة الوكالة	وافترضت الدراسة وجود أثر سلبي لكل من المتغيرات المستقلة على تكلفة الوكالة.	متغيرات مستقلة: الرافعة المالية، المفوضين المستقلين، حجم مجلس الإدارة، الملكية الإدارية، الملكية المؤسسية، ولجنة التدقيق. المتغير التابع: تكلفة الوكالة.	47 شركة صناعية مدرجة في بورصة إندونيسيا ما بين الفترة 2011-2015.	هدفت هذه الدراسة إلى التحقيق في أثر كل من الرافعة المالية، المفوضين المستقلين، حجم مجلس الإدارة، الملكية الإدارية، الملكية المؤسسية، ولجنة التدقيق على تكلفة الوكالة للشركات الصناعية المدرجة في بورصة إندونيسيا.	ما أثر كل من الرافعة المالية، المفوضين المستقلين، حجم مجلس الإدارة، الملكية الإدارية، الملكية المؤسسية، ولجنة التدقيق على تكلفة الوكالة للشركات الصناعية المدرجة في بورصة إندونيسيا؟	Asandimitra , 2017	Determinant of agency cost in Indonesia.	

13	Capital Structure Determinants Among Companies Quoted in Securities Exchange in East Africa.	Nasieku, 2015	حاجة الشركات للحصول على تشكيلة هيكل رأس المال الأمثل.	هدفت الدراسة لإيجاد محددات هيكل رأس المال للشركات المدرجة في سوق شرق أفريقيا للأوراق المالية.	65 شركة مدرجة في بورصة أفريقيا خلال فترة عام 2009 إلى 2013.	متغيرات مستقلة: الربحية، والنمو، وحجم الشركة، وهيكل الأصول، وتكلفة هيكل رأس المال. متغير تابع: وهيكل رأس المال	افتترضت الدراسة عدة فرضيات تشمل عدم وجود علاقة ذات أهمية بين كل من المتغيرات المستقلة مع هيكل رأس المال.	أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة إيجابية ولكن ليست ذات أهمية بين الربحية والنمو وحجم الشركة مع هيكل رأس المال، ووجود علاقة إيجابية وذات أهمية بين هيكل أصول الشركة وهيكل رأس المال، إلا أنها أثبتت وجود علاقة سلبية بين تكلفة رأس المال وهيكل رأس المال.
14	Agency costs and corporate governance mechanisms: Evidence for UK firms.	Florackis & Ozkan, 2015	ما هي العلاقة بين آليات حوكمة الشركات مع تكلفة الوكالة في ظل فرص النمو الثابت؟	تهدف هذه الدراسة لتوسيع الأدبيات التطبيقية حول محددات تكاليف الوكالة، بالإضافة إلى دراسة	897 شركة مدرجة في بورصة بريطانيا.	المتغيرات المستقلة: محددات حوكمة الشركات وهي التمويل بالدين، والملكية الإدارية، وتمركز الملكية، ومجلس الإدارة، والمكافآت الإدارية. المتغير التابع: تكلفة الوكالة	افتترضت الدراسة وجود علاقة سلبية بين كل من التمويل بالدين، والملكية الإدارية، وتمركز الملكية، ومجلس الإدارة، والمكافآت الإدارية، مع تكلفة الوكالة.	وأظهرت نتائج الدراسة أن كل من الملكية الإدارية والمكافآت الإدارية وتمركز الملكية يلعبون دوراً مهماً في تخفيض تكاليف الوكالة، ويختلف هذا التأثير مع اختلاف فرص النمو في الشركات.
15	Do Audit Committees Reduce the	Cai & et al, 2015	ما هو دور لجنة التدقيق في التخفيف من تكلفة	هدف الدراسة هو البحث حول تكلفة الوكالة لهيكل	مجتمع الدراسة عبارة عن جميع	متغير الدراسة المستقل هو إجراءات	افتترضت الدراسة وجود علاقة بين	بينت نتائج الدراسة: - وجود لجنة التدقيق في الشركات

	Agency Costs of Ownership Structure?		الوكالة لهيكل ملكية الشركات؟	ملكية الشركات ودور لجنة التدقيق في التخفيف من هذه التكاليف.	الشركات المدرجة في بورصة الصين خلال الفترة 2004-2002 التي مثلت 3217 شركة ولكن اقتصر عينة الدراسة على 1126 شركة.	لجنة التدقيق والمتغيرات التابعة هي وجود علاقة الوكالة في الشركة، وقيمة الشركة، وخطورة تكلفة الوكالة، ووجود تحكم في الملكية.	إجراءات لجنة لتدقيق مع كل من وجود علاقة الوكالة، وقيمة الشركة، وخطورة تكلفة الوكالة في الشركة، ووجود تحكم في الملكية.	ذات تحكم ملكية عالي. - لا يوجد أثر للجنة التدقيق في الشركات ذات خطورة عالية لتكلفة الوكالة. - لجنة التدقيق لها أثر واضح على الشركات التي تحتوي على علاقة وكالة واضحة.
16	Relationship between capital structure and agency cost for companies listed at the Nairobi Securities Exchange.	Onsomu, 2014	ما هي العلاقة بين هيكل رأس المال ونظرية الوكالة للشركات المدرجة في السوق المالي النairobi؟ وهل تختلف العلاقة بينهم ما بين الشركات ذات نمو مرتفع والشركات ذات نمو منخفض؟	معرفة ما إذ يوجد علاقة بين هيكل رأس المال وتكلفة الوكالة للشركات المدرجة. ومعرفة ما إذا كانت العلاقة بينهم تختلف ما بين الشركات ذات نمو مرتفع والشركات ذات نمو منخفض. ذلك من خلال معرفة هل استخدام الديون في هيكل رأس	61 شركة وهم جميع الشركات المدرجة في بورصة نيروبي، خلال عام 2009 إلى 2013.	المتغير التابع هو تكلفة الوكالة المتغير المستقل هو هيكل رأس المال.	افتراض الدراسة فرضية واحدة وهي عدم وجود علاقة بين هيكل رأس المال وتكلفة الوكالة.	نتائج الدراسة بينت وجود علاقة ولكن ضعيفة بين هيكل رأس المال وتكلفة الوكالة للشركات ذات نمو مرتفع ونمو منخفض. كذلك تبين أن مع ارتفاع نسب الديون، فإن الشركات ذات النمو المرتفع تقلل من نفقاتها ولكن لا يؤثر على نسب استخدام الأصول لديها. أما بالنسبة للشركات منخفضة

17	Capital Structure: Evidence from Dutch Firms	Rodel., 2013	تمثل التساؤل الرئيسي للدراسة ب: ما هي أهم العوامل المؤثرة في قرار هيكل رأس المال للشركات الهولندية المدرجة؟	هذه الدراسة تبحث في العوامل المهمة التي تؤثر على قرار تشكيلة هيكل رأس المال للشركات الهولندية المدرجة الغير مالية.	77 شركة هولندية مدرجة في بورصة يورنكس أمستردام، في الفترة ما بين 2004 و2009.	المتغيرات المستقلة هم: نظرية التبادل، نظرية الاختيار الترتيبي، ونظرية تكلفة الوكالة. والرفع المالي مثل المتغير التابع للدراسة	1.لا يوجد علاقة بين عوامل نظرية التبادل والرفع المالي لشركات. 2.لا يوجد علاقة بين عوامل نظرية الاختيار الترتيبي والرفع المالي. 3.لا يوجد علاقة بين عوامل نظرية الوكالة والرفع المالي لشركات الهولندية المدرجة.	النمو فارتقاع نسب الديون يؤدي إلى الاستخدام الفعال للأصول ولكن لا يؤدي إلى انخفاض في النفقات فيما يتعلق بالمبيعات.
18	Determinants of Capital Structure: A	Syed. & Tariq, 2006	ما العوامل المؤثرة في هيكل رأس المال للشركات	هدف الدراسة هو تحديد هيكل رأس المال	16 شركة من أصل 22 شركة	أربع متغيرات مستقلة: حجم الشركة	لا يوجد علاقة بين كل من حجم	-وجود علاقة سلبية بين حجم الشركة والرافعة المالية

	case for the Pakistani Cement Industry.		المدرجة في سوق كراتشي للأوراق المالية.	الشركات في قطاع الإسمنت المدرجة سوق كراتشي للأوراق المالية في الباكستان.	في قطاع الإسمنت للبيانات المنشورة خلال الفترة ما بين 1997 إلى 2001.	وتم قياسه بحجم المبيعات، والأصول الملموسة، والربحية، والنمو. والمتغير المستقل هيكل رأس المال.	الشركة وتم قياسه بحجم المبيعات، الأصول الملموسة، الربحية، النمو مع هيكل رأس المال.	بافتراض أن كلما زاد حجم الشركة يقل اعتمادها على الديون في التمويل، وهذا يتنافى مع نظرية الـ Tradeoff، إذ تفترض وجود علاقة إيجابية بين حجم الشركة والرافعة المالية. -وجود علاقة سلبية بين الربحية والرافعة المالية، وهذا يدعم نظرية الـ Pecking Order، ولكن يتنافى مع نظرية Tradeoff. -وجود علاقة إيجابية بين الأصول الملموسة والديون. -وجود علاقة إيجابية بين النمو الذي تم قياسه كنسبة من تغير الأصول مع الرافعة المالية وهذا يدعم نظرية الـ Pecking order.
19	Corporate Disclosure Strategy and the Cost of capital	Rikanovic, 2005	هل إفصاحات الشركة تقلل من تكلفة رأس المال؟	الهدف الأساسي للدراسة هو معرفة ما هو أثر	84 شركة ألمانية مصنفة	المتغير المستقل هو إفصاحات الشركة	أهم الفرضيات الرئيسية هي أنه	يمكن للشركات تقليل تكلفة رأس مالها من خلال زيادة

مستوى الإفصاح، كما ويمكن للإدارة زيادة قيمة الشركة من خلال زيادة الإفصاح. كما أن كلما زاد السيولة السوقية يمكنهم تخفيض أكثر تكلفة رأس المال.	يوجد علاقة سلبية بين إفصاحات الشركة وتكلفة رأس المال.	والمتغير التابع هو تكلفة رأس المال عدة متغيرات ضابطة وهي؛ الصناعة، وحجم الشركة، وقسم سوق الأسهم، والاعتمادية على التمويل الخارجي، والأداء التاريخي للشركات، والنمو.	ضمن الأسواق المؤهلة (DAX)، MDAX SDAX and NEMAX) من 12 قطاع مختلف	إفصاحات الشركة على تكلفة رأس المال.			– An empirical study of large listed German corporations.
--	---	---	--	-------------------------------------	--	--	---

5.5.2 ما يميز هذه الدراسة.

يمكن تلخيص أهم الأمور التي تتميز بها هذه الدراسة عن الدراسات السابقة المشابهة لها بالنقاط التالي:

1. إن الدراسات المالية تدرس حول تكلفة هيكل رأس المال ونظرية الوكالة في الشركات العالمية ولكن تعد مثل هذه الدراسات جديدة المنشأ في فلسطين حسب علم الباحثة.
2. ما يميز هذه الدراسة أنها اتخذت متغيرات مختلفة عن الدراسات السابقة، حيث اتخذت تكاليف المراقبة وتكاليف الترابط (ومنها المكافآت والعلاوات الإدارية) كمقياس لحساب تكلفة الوكالة، واستناداً إلى تعريف تكلفة الوكالة الذي ذكر سابقاً فإن هذا هو المؤشر الفعلي الذي يمثل تكلفة الوكالة بكفاءة، أما الدراسات الأخرى قامت بقياسه باستخدام مؤشرات أخرى مثل معدل الكفاءة، أو نسبة دوران الأصول، أو نسبة النفقات التشغيلية.
3. وأهم ما يميز هذه الدراسة انها الأولى التي أجبرت على الشركات المساهمة في فلسطين، والتي تقيس أثر تكلفة هيكل رأس المال على تكلفة الوكالة، وذلك حسب علم الباحثة.
4. أما بالنسبة لتكلفة هيكل رأس المال بعض الدراسات قامت بقياسه من خلال الرفع المالي وبعضها باستخدام نموذج المتوسط المرجح لتكلفة راس المال WACC وبالأخص نموذج تسعير الأصول الرأس مالية CAPM لحساب تكلفة حقوق الملكية، وهذه الدراسة اعتمدت على هذه النموذج في حساب تكلفة هيكل رأس المال بعد ثبات أنه الأدق في قياس تكلفة رأس المال.

الفصل الثالث: منهجية وفرضيات الدراسة

1.3 منهجية الدراسة

تم استخدام المنهج الوصفي التحليلي الذي يقوم بوصف خصائص ظاهرة معينة وجمع معلومات عنها دون تحيز، وتوفير البيانات والحقائق اللازمة عن مشكلة الدراسة وذلك من أجل تفسيرها والوقوف على دلالاتها، كما تم الاعتماد على المنهج التاريخي في استعراض الدراسات السابقة، أما طبيعة الدراسة فهي دراسة تطبيقية على واقع الشركات الفلسطينية.

2.3 فرضيات الدراسة

من أجل تحليل العلاقة بين متغيرات الدراسة تم صياغة فرضيات الدراسة كالتالي:

الفرضية الرئيسية: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتكلفة هيكل رأس المال ممثلة بـ(مصاريف الفوائد المدفوعة، والتوزيعات) على تكلفة نظرية الوكالة في الشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين. ويتفرع منها الفرضيات الفرعية التالية:

1. لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمصاريف الفوائد المدفوعة على تكلفة الوكالة في الشركات المدرجة في بورصة فلسطين. وتندرج تحتها الفرضيات الفرعية التالية:
2. لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمصاريف الفوائد المدفوعة على تكاليف التدقيق الداخلي في شركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين.
3. لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمصاريف الفوائد المدفوعة على تكاليف التدقيق الخارجي في الشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين.
4. لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمصاريف الفوائد المدفوعة على تكاليف الترابط في الشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين.
5. لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتوزيعات على تكلفة الوكالة في الشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين.
6. لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتوزيعات على تكاليف التدقيق الداخلي في الشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين.

7. لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتوزيعات على تكاليف التدقيق الخارجي في الشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين.

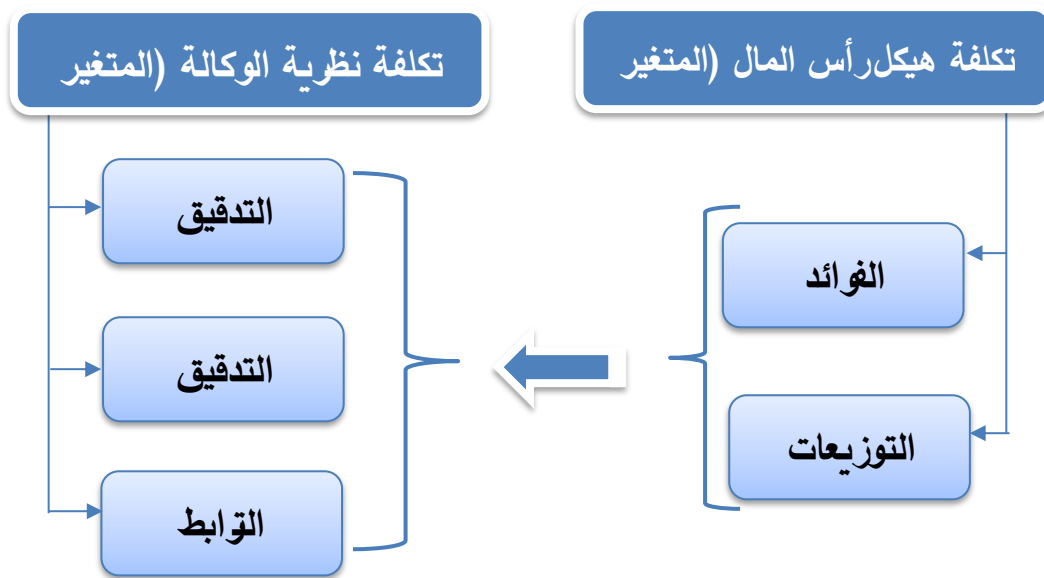
8. لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتوزيعات على تكاليف الترابط في الشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين.

3.3 نموذج الدراسة

يمكن تلخيص العلاقة بين متغيرات الدراسة بالنموذج التالي:

شكل رقم 2

متغيرات الدراسة



4.3 أداة الدراسة والأساليب الإحصائية المستخدمة

تم استخدام الأسلوب الوصفي التحليلي لوصف متغيرات الدراسة وتحليل العلاقة بينهم، إذ تم استخدام البيانات المنشورة للشركات المساهمة العامة الخدماتية والصناعية المدرجة في بورصة فلسطين حسب القوائم المالية المنشورة في موقع بورصة فلسطين (www.pex.ps) خلال الفترة 2016 حتى 2019.

وتم تحليل البيانات الرقمية باستخدام البرنامج الإحصائي (SPSS) من خلال مؤشرين رئيسيين معامل ارتباط بيرسون، ومعامل الانحدار المعياري.

5.3 مجتمع وعينة الدراسة

تتكون بورصة فلسطين من خمس قطاعات اقتصادية وهي البنوك والخدمات المالية، والتأمين، والصناعة، والاستثمار، والخدمات بمجموع 48 شركة مدرجة في نهاية عام 2019 (بورصة فلسطين، 2019)، إلا أن هذه الدراسة اقتصرت على الشركات الخدمية والصناعية فقط وهي مجموع 24 شركة (11 شركة خدمية و13 شركة صناعية)، والتي تشكل نسبة 50% من الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، ولكن عند البدئ بجمع البيانات تم استبعاد شركتين من قطاع الخدمات من العينة وذلك لتوقف تداول أسهمهما في بورصة فلسطين وانقطاع المعلومات المنشورة عنهما من عام 2015م، فأصبحت العينة 22 شركة (9 خدمية و13 صناعية)، وبذلك تمثل العينة ما نسبته 92% من مجتمع الدراسة.

6.3 وسائل جمع البيانات

وتم جمع البيانات اللازمة للدراسة من معلومات ثانوية أي معلومات تاريخية وذلك من واقع سجلات بورصة فلسطين والتقارير المالية المدققة والمنشورة من قبل الشركات خلال فترة 2016م حتى 2019م، حيث اقتصرت هذه الدراسة على آخر أربعة سنوات، وذلك لتوفر بيانات مالية منشورة واستمرارية تداول الأسهم لجميع شركات عينة الدراسة خلال هذه الفترة، وبالإضافة إلى مراجعة بعض الأدبيات الخاصة بموضوع الدراسة من أجل جمع البيانات.

7.3 متغيرات الدراسة وطرق حسابها

متغيرات الدراسة هي كالتالي:

المتغير التابع: تكلفة نظرية الوكالة: وتعرف تكلفة الوكالة على أنها نوع من المصاريف الداخلية أو الخارجية للشركة التي تأتي نتيجة قيام وكيل بأعمال نيابة عن المالك، وعادةً تنشأ تكاليف

الوكالة نتيجة تضارب المصالح بين المساهمين والإدارة، والمعلومات غير المتماثلة (Schroeder & et al, 2014).

ويتم قياس تكلفة الوكالة كحاصل جمع التكاليف المباشرة وهي تكلفة الرقابة (التدقيق الداخلي والتدقيق الخارجي) والتي تم الحصول عليهم كأرقام صريحة من القوائم المالية المنشورة لشركات العينة، وتكلفة الترابط التي تمثلت بمصاريف مكافآت مجلس الإدارة كما هو معلن عنها في التقارير المالية المدققة والمنشورة للشركات، ويجدر الذكر أن هناك أيضاً التكاليف غير المباشرة المتمثلة بالخسائر الأخرى ولكن سيتم استثنائها في التحليل لصعوبة قياسها.

المتغير المستقل: تكلفة هيكل رأس المال (الفوائد وتوزيعات الأسهم)، وتم قياسه باستخدام Weighted Average Capital Cost وبالأخص نموذج CAPM، وذلك بالتوافق مع طريقة حساب تكلفة هيكل رأس المال في دراسة كل من (Rikanovic, 2005) و(سعيني وسحان، 2019) إذ أيضاً قاموا باستخدام نموذج CAPM لحساب تكلفة هيكل رأس المال، وفق للمعادلات التالية:

$$\text{WACC} = \frac{\text{Market Value of Equity}}{\text{Total Value of Financing}} \times \text{Cost of Equity} + \frac{\text{Market Value of Debt}}{\text{Total Value of Financing}} \times \text{Cost of Debt} \times (1 - \text{Tax Rate})$$

معادلة 1 المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (Mitra, 2011)

- حيث أنه تم حساب تكلفة حقوق الملكية باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأس مالية (CAPM)، كما في دراسة كل من (Rikanovic, 2005) و(سعيني وسحان، 2019)، بالمعادلة التالية:

$$\text{Cost of Equity} = \left(\text{Equity Risk Premium} \times \text{Beta} \right) + \text{Risk Free Rate}$$

تكلفة حقوق = (المخاطر الإضافية على حقوق الملكية (Expected market return – Risk free rate) × معامل بيتا + العائد الخالي من المخاطر

معادلة 3 تكلفة حقوق الملكية حسب نموذج تسعير الأصول الرأس مالية (Schroeder & et al, 2014)

- طريقة حساب القيمة السوقية لحقوق الملكية (أدوات الملكية أو الأسهم العادية) وذلك بالتوافق مع طريقة حساب تكلفة هيكل رأس المال في دراسة (Rikanovic, 2005)، حسب المعادلة التالية:

Market value of Equity القيمة السوقية لحقوق الملكية	=	Market price of shares القيمة السوقية للأسهم	×	Number of outstanding shares عدد الأسهم المتداولة
--	---	---	---	--

معادلة 6 القيمة السوقية لحقوق الملكية (Mitra, 2011)

- طريقة حساب تكلفة الديون، كما في دراسة كل من (Rikanovic, 2005) و(سعيني وسحان، 2019)، بالمعادلة التالية:

Cost of Debt (After Tax) تكلفة الديون بعد الضريبة	=	Average Yield on Debt معدل العائد على الديون	×	1-Tax Rate 1 - نسبة الضريبة
--	---	---	---	--------------------------------

معادلة 4 تكلفة الديون بعد خصم الضريبة (Murphy, 2020)

- طريقة حساب متوسط العائد على الديون، كما في دراسة (سعيني وسحان، 2019)، بالمعادلة التالية:

Average Yield on Debt معدل العائد على الديون	=	<table border="1"> <tr> <td>Net Operating Income صافي الدخل التشغيلي</td> </tr> <tr> <td>Loan or Debt Amount قيمة القرض أو الدين</td> </tr> </table>	Net Operating Income صافي الدخل التشغيلي	Loan or Debt Amount قيمة القرض أو الدين
Net Operating Income صافي الدخل التشغيلي				
Loan or Debt Amount قيمة القرض أو الدين				

معادلة 5 متوسط العائد على الديون (Schmidt, 2019).

- طريقة حساب القيمة السوقية لأدوات الدين، كما في دراسة (سعيني وسحان، 2019)،
بالمعادلة التالية:

$$\begin{array}{|c|} \hline \text{Market value of Debt} \\ \hline \end{array} = \begin{array}{|c|} \hline \text{Amount of Interest expense} \\ \hline \end{array} \times \begin{array}{|c|} \hline [1 - (1 / ((1 + K_d)^t))] / K_d \\ \hline \end{array} + \begin{array}{|c|} \hline FV / [(1 + K_d)^t] \\ \hline \end{array}$$

القيمة السوقية للديون قيمة مصروف الفائدة

Where: K_d : Current cost of debt % القيمة الحالية لتكلفة الدين

t : weighted average maturity (years) متوسط الاستحقاق (بالسنوات)

FV: Future value of Total Debt القيمة المستقبلية لمجموع الدين

معادلة 7 القيمة السوقية لأدوات الدين

(Carrasquillo, 2018)

8.3 التوزيع الطبيعي للمتغيرات

جدول رقم 2

توزيع البيانات (Test of Normality)

المتغيرات	Kolmogorov-Smirnov Test الدلالة الإحصائية (Sig)
تكلفة هيكل رأس المال	*0.200
تكلفة الوكالة	*0.200
التوزيعات	*0.081
مصاريف الفوائد المدفوعة	0.003
تكاليف التدقيق الخارجي	0.010
تكاليف التدقيق داخلي	*0.065
تكاليف الترابط	*0.093

تبين من الجدول السابق أن اختبار التوزيع الطبيعي للبيانات قد أشار إلى توزيع بيانات الدراسة توزيعاً طبيعياً بشكل عام إذ قيمة Sig للمتغيرات أعلى من 0.05، ما عدا بيانات مصاريف الفوائد المدفوعة وتكاليف التدقيق الخارجي فالدالة الإحصائية لهم أقل من 0.05 أي غير موزعة توزيعاً طبيعياً.

الفصل الرابع: تحليل البيانات ومناقشة النتائج

1.4 تحليل البيانات

للإجابة عن التساؤل الأول في مشكلة الدراسة الذي ينص على أنه "ما طبيعة هيكل رأس مال الشركات الخدمائية والصناعية المدرجة في بورصة فلسطين؟"، تم دراسة وتحليل مكونات وتكلفة هيكل رأس المال في الشركات الفلسطينية.

1.1.4 مكونات هيكل رأس المال في الشركات الفلسطينية.

إن هيكل رأس المال هي الطريقة التي تمول بها الشركات أصولها لتنفيذ عملياتها، وذلك من خلال تشكيلة من أدوات الملكية وأدوات الدين لتكون ما يسمى برأس المال، وتشكيلة هيكل رأس المال تختلف من شركة إلى شركة وكذلك من قطاع إلى قطاع. وكما ذكرنا أيضاً أن ملكية الشركات الخاصة في فلسطين معظمها ملكية عائلية، لذلك نجدها في أغلب الأحيان لا تعتمد كثيراً على الديون في رأس مالها إنما تعتمد أكثر على حقوق الملكية. كذلك الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، حيث تعتمد أكثر على أدوات الملكية أكثر من أدوات الدين. (ملحق رقم 2)

من خلال دراسة مكونات هيكل رأس المال في الشركات الفلسطينية نرى أن هناك تفاوت بين الشركات التي تعتمد على أدوات الدين كمصدر أساسي في تكوين رأس مالها والتي تعتمد أكثر على أدوات الملكية، لكن من الظاهر أن غالبية الشركات المدرجة في بورصة فلسطين تعتمد على أدوات الملكية أكثر منها على أدوات الدين في تشكيلة هيكل رأس مالها، إذ ما يمثل بالمجمل 81.06% من الشركات تعتمد على أدوات الملكية، و18.94% من الشركات تعتمد على أدوات الدين أكثر من أدوات الملكية في تمويل رأس مالها، وسبب ذلك قد يرجع إلى ارتفاع تكاليف التمويلات الخارجية المتمثلة بارتفاع نسبة الفائدة على أدوات الدين المختلفة، وقد يرجع إلى أسباب أخرى مثل الالتزام المالي الذي يترتب على الشركة من أجل سداد قيمة الدين وفوائده.

وكذلك عند تصنيف الشركات حسب القطاعات تبين أيضاً أن جميع القطاعات تعتمد أكثر على أدوات الملكية (الأسهم) في تمويل رأس مالها من الاعتماد على أدوات الدين، إذ نجد أن الشركات في قطاع الخدمات تعتمد على أدوات الملكية (الأسهم) في تمويل رأس مالها بنسبة 82.61% بينما تعتمد على أدوات الدين فقط بنسبة 17.39%، و في قطاع البنوك نجد أن

91.36% من رأس مال البنوك مكون من حقوق المساهمين و فقط ما نسبته 8.64% يمثل الاعتماد على أدوات الدين متمثلة بالقروض او التمويلات الخارجية، وكذلك في قطاع التأمين الشركات تعتمد على أدوات الملكية بنسبة 86.78% و على أدوات الدين 13.22%، وفي قطاع الاستثمار أدوات الملكية تشكل نسبة 70.85% من مصادر التمويل و أدوات الدين تشكل 29.15%، وآخر قطاع الصناعة يعتمد أيضاً أكثر على أدوات الملكية إذ تمثل 79.73% من مصادر تمويل الشركات فيه ونسبة أدوات الدين تشكل 20.27% فقط من مصادر التمويل. (ملحق رقم 2)

2.1.4 تكلفة هيكل رأس المال في الشركات الفلسطينية

لكل من مكونات هيكل رأس المال تكلفة خاصة به، فتكلفة اصدار أسهم (أدوات الملكية) تتمثل بالتوزيعات التي ستترتب على عاتق الشركة توزيعها للمساهمين من أرباح الشركة، بينما تكلفة أدوات الدين تتمثل بالفوائد المترتبة عليها أو تكاليف المراجحات في حال التمويلات الإسلامية. في الجدول 3.2 نوضح واقع الشركات الفلسطينية من حيث تكلفة رأس مالها الذي تم تقسيمه إلى توزيعات وفوائد، وكم تشكل نسبة كل منهم من اجمالي تكلفة رأس المال لهذه الشركات ولكل قطاع بشكل عام. (ملحق رقم 3)

وبالرغم من وجود تفاوت بين قيمة التوزيعات وقيمة الفوائد في الشركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين، إلا انه بعد دراسة تكلفة هيكل رأس المال في الشركات الفلسطينية، يمكن الاستنتاج أن الشركات تتحمل توزيعات أرباح للأسهم أكثر من فوائد على أدوات الدين (تمويلات وقروض)، إذ تمثل التوزيعات لمجمل الشركات المدرجة في بورصة فلسطين ما نسبته 77.60% من تكاليف تمويل رأس المال وذلك بافتراض أن تكلفة تمويل رأس المال مكونة من التوزيعات (على أنها تمثل تكلفة الاعتماد على اصدار أدوات ملكية أي اسهم في تمويل رأس المال) و على الفوائد (وتمثل تكلفة القروض والتمويلات الخارجية أي أدوات الدين)، وأن الفوائد تمثل فقط 22.40% من تكاليف التمويل، أي تكلفة اصدار اسهم جديدة اعلى من تكلفة الاقتراض أو الاعتماد على تمويل خارجي. لكن عند النظر إلى كل قطاع على حدة، فنجد أن في قطاع البنوك وقطاع التأمين وقطاع الصناعة التوزيعات تشكل نسبة أكبر من الفوائد من اجمالي تكلفة رأس المال، إذ في قطاع البنوك نسبة التوزيعات من اجمالي تكلفة رأس المال

هي 92.66% بينما الفوائد 7.34%، وفي قطاع التأمين تشكل التوزيعات نسبة 82.59% من اجمالي تكلفة رأس المال بينما الفوائد 17.41%، وفي قطاع الصناعة تشكل التوزيعات نسبة 54.88% والفوائد 45.12%. إلا أن في قطاع الخدمات وقطاع الاستثمار تشكل الفوائد نسبة أكبر من التوزيعات من اجمالي تكلفة رأس المال، إذ في قطاع الخدمات تشكل الفوائد نسبة 60.05% بينما التوزيعات 39.95%، وفي قطاع الاستثمار تشكل الفوائد نسبة 75.96% بينما التوزيعات 24.04% من اجمالي تكلفة رأس المال. (ملحق رقم 3)

3.1.4 تحليل الفرضيات

1.3.1.4 الفرضية الرئيسية: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتكلفة هيكل رأس المال على تكلفة نظرية الوكالة في الشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين.

النموذج المستخدم لقياس الفرضية الرئيسية هو التالي:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 WACC + \mu$$

حيث أن: Y: هو المتغير التابع وهو تكلفة الوكالة.

β_0 : هو المعامل الثابت.

WACC: هو تكلفة هيكل رأس المال وهو المتغير المستقل.

μ : هو معامل الخطأ في المعادلة.

وكانت بيانات نتائج احتساب تكلفة هيكل رأس المال وتكلفة نظرية الوكالة كما هو مبين في الجدول التالي:

جدول رقم 3

قيمة تكلفة رأس المال وتكلفة نظرية الوكالة لعينة الدراسة.

#	الشركة	تكلفة رأس المال (فوائد وتوزيعات)	تكلفة نظرية الوكالة (تدقيق داخلي وخارجي وترابط) \$
1	ABRAJ أبراج الوطنية	4.727	48540
2	AHC المؤسسة العربية للفنادق	0.076	77968
3	NSC مركز نابلس الجراحي التخصصي	0.791	33875
4	OOREDOO موبايل الوطنية الفلسطينية للاتصالات	0.738	272873
5	PALAQAR بال عقار لتطوير و إدارة و تشغيل العقارات	2.308	38608
6	PALTEL الاتصالات الفلسطينية	5.475	483000
7	PEC الفلسطينية للكهرباء	4.029	262650
8	RSR مصايف رام الله	5.155	70125
9	WASEEL الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية	1.841	58389
10	APC العربية لصناعة الدهان	3.512	35785
11	AZIZA دواجن فلسطين	1.979	55670
12	BJP بيت جالا لصناعة الأدوية	3.013	50617
13	BPC بيرزيت للأدوية	5.346	246556
14	ELECTRODE مصنع الشرق للالكترود	3.751	35086
15	GMC مطاحن القمح الذهبي	2.022	67313
16	JCC سجائر القدس	0.054	148773
17	JPH القدس للمستحضرات الطبية	5.084	152250
18	LADAEN فلسطين لصناعات اللدائن	0.172	25000
19	NAPCO الوطنية لصناعات الألمنيوم والبروفيلات - نايكو	0.092	112573
20	NCI الوطنية لصناعة الكرتون	3.202	53109
21	PHARMACARE دار الشفاء لصناعة الأدوية (2015)	0.744	84100
22	VOIC مصانع الزيوت النباتية	1.138	106224

لفحص الفرضية السابقة تم استخدام اختبار معامل الانحدار المعياري (Standardized Regression)، لتحليل أثر تكلفة هيكل رأس المال على تكلفة نظرية الوكالة كتالي:

جدول رقم 4

نتائج اختبار معامل الانحدار المعياري (Standardized Regression) لتكلفة هيكل رأس المال على تكلفة نظرية الوكالة في الشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين.

المتغيرات	BETA	T-Test	الدالة الاحصائية (Sig)
تكلفة هيكل رأس المال * تكلفة نظرية الوكالة	0.341	1.623	0.120

من نتائج الاختبار تبين انه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتكلفة هيكل رأس المال على تكلفة نظرية الوكالة، وذلك لأن الدلالة الاحصائية أعلى من 0.05 فيتم قبول الفرضية العدمية، بأنه لا يوجد أثر لتكلفة هيكل رأس المال على تكلفة الوكالة في الشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين، كما أن قيمة t المحسوبة أقل من 2 عند مستوى الدلالة 5% مما أيضاً يدل على عدم وجود أثر للمتغير المستقل على المتغير التابع، أي تكلفة نظرية الوكالة لا تتأثر بتكلفة هيكل رأس المال.

2.3.1.4 الفرضية الفرعية (1): لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمصاريف الفوائد المدفوعة على تكلفة الوكالة في الشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين. النموذج المستخدم لقياس الفرضية الفرعية (1) هو التالي:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 INT + \mu$$

حيث أن: Y: هو المتغير التابع وهو تكلفة الوكالة.

β_0 : هو المعامل الثابت.

INT: هو مصاريف الفوائد المدفوعة وهو المتغير المستقل.

μ : هو معامل الخطأ في المعادلة.

وكانت بيانات نتائج احتساب مصاريف الفوائد المدفوعة وتكلفة الوكالة كما هو مبين في الجدول التالي:

جدول رقم 5

قيمة المصاريف المدفوعة وتكلفة الوكالة لعينة الدراسة

#	الشركة	مصاريف الفوائد المدفوعة \$	تكلفة نظرية الوكالة \$
1	ABRAJ أبراج الوطنية	6,318	48540
2	AHC المؤسسة العربية للفنادق	967,671	77968
3	NSC مركز نابلس الجراحي التخصصي	34,168	33875
4	OOREDOO موبايل الوطنية الفلسطينية للاتصالات	3,264,227	272873
5	PALAQAR بال عقار لتطوير وإدارة و تشغيل العقارات	42,363	38608
6	PALTEL الاتصالات الفلسطينية	7,938	483000
7	PEC الفلسطينية للكهرباء	897,677	262650
8	RSR مصايف رام الله	4,014	70125
9	WASEEL الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية	81,791	58389
10	APC العربية لصناعة الدهان	26,563	35785
11	AZIZA دواجن فلسطين	245,908	55670
12	BJP بيت جالا لصناعة الأدوية	39,378	50617
13	BPC بيرزيت للأدوية	74,672	246556
14	ELECTRODE مصنع الشرق للالكترود	11,103	35086
15	GMC مطاحن القمح الذهبي	296,580	67313
16	JCC سجائر القدس	649,324	148773
17	JPH القدس للمستحضرات الطبية	147,260	152250
18	LADAEN فلسطين لصناعات اللدائن	19,642	25000
19	NAPCO الوطنية لصناعات الألمنيوم والبروفيلات - نايكو	786,227	112573
20	NCI الوطنية لصناعة الكرتون	13,715	53109
21	PHARMACARE دار الشفاء لصناعة الأدوية (2015)	786,720	84100
22	VOIC مصانع الزيوت النباتية	432,401	106224

لفحص الفرضية السابقة تم استخدام اختبار معامل الانحدار المعياري (Standardized Regression)، لتحليل

أثر مصاريف الفوائد المدفوعة على تكلفة نظرية الوكالة كالتالي:

جدول رقم 6

نتائج اختبار معامل الانحدار المعياري (Standardized Regression) لمصاريف الفوائد على تكلفة نظرية الوكالة في الشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين.

المتغيرات	BETA	T-Test	الدالة الاحصائية (Sig)
مصاريف الفوائد المدفوعة * تكلفة الوكالة	0.343	1.634	0.118

استناداً لنتائج اختبار الفرضية الفرعية (1)، تبين أيضاً أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمصاريف الفوائد المدفوعة على تكلفة الوكالة في الشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين، إذ أن قيمة الدلالة الإحصائية أعلى من 0.05 فيتم قبول الفرضية العدمية التي تنص على أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمصاريف الفوائد المدفوعة على تكلفة الوكالة في الشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين، كما أن قيمة t المحسوبة أقل من 2، مما يدل على عدم وجود أثر للمتغير المستقل على المتغير التابع، أي أن تكلفة الوكالة لا تتأثر بمصاريف الفوائد المدفوعة.

3.3.1.4 الفرضية الفرعية (2): لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمصاريف الفوائد المدفوعة على تكاليف التدقيق الداخلي في الشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين.

النموذج المستخدم لقياس الفرضية الفرعية (2) هو التالي:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 INT + \mu$$

حيث أن: Y: هو المتغير التابع وهو تكاليف التدقيق الداخلي.

β_0 : هو المعامل الثابت.

INT: هو مصاريف الفوائد المدفوعة وهو المتغير المستقل.

μ : هو معامل الخطأ في المعادلة.

وكانت بيانات نتائج احتساب مصاريف الفوائد المدفوعة وتكاليف التدقيق الداخلي كما هو مبين في الجدول التالي:

جدول رقم 7

قيمة المصاريف المدفوعة وتكاليف التدقيق الداخلي لعينة الدراسة.

#	الشركة	مصاريف الفوائد المدفوعة \$	تكاليف التدقيق الداخلي \$
1	ABRAJ أبراج الوطنية	6,318	24,000
2	AHC المؤسسة العربية للفنادق	967,671	48,000
3	NSC مركز نابلس الجراحي التخصصي	34,168	24,000
4	OOREDOO موبايل الوطنية الفلسطينية للاتصالات	3,264,227	72,000
5	PALAQAR بال عقار لتطوير و إدارة و تشغيل العقارات	42,363	19,500
6	PALTEL الاتصالات الفلسطينية	7,938	108,000
7	PEC الفلسطينية للكهرباء	897,677	72,000
8	RSR مصايف رام الله	4,014	36,000
9	WASEEL الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية	81,791	22,500
10	APC العربية لصناعة الدهان	26,563	21,000
11	AZIZA دواجن فلسطين	245,908	24,000
12	BJP بيت جالا لصناعة الأدوية	39,378	36,000
13	BPC بيرزيت للأدوية	74,672	51,000
14	ELECTRODE مصنع الشرق للالكترود	11,103	25,500
15	GMC مطاحن القمح الذهبي	296,580	30,000
16	JCC سجائر القدس	649,324	30,000
17	JPH القدس للمستحضرات الطبية	147,260	51,000
18	LADAEN فلسطين لصناعات اللدائن	19,642	18,000
19	NAPCO الوطنية لصناعات الألمنيوم والبروفيلات - نايكو	786,227	21,000
20	NCI الوطنية لصناعة الكرتون	13,715	24,000

21	PHARMACARE دار الشفاء لصناعة الأدوية (2015)	786,720	33,000
22	VOIC مصانع الزيوت النباتية	432,401	45,000

لفحص الفرضية السابقة تم استخدام اختبار معامل الانحدار المعياري (Standardized Regression)، لتحليل أثر مصاريف الفوائد المدفوعة على تكاليف التدقيق الداخلي كالتالي:

جدول رقم 8

نتائج اختبار معامل الانحدار المعياري (Standardized Regression) لمصاريف الفوائد على تكاليف التدقيق الداخلي الخارجي في الشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين.

المتغيرات	BETA	T-Test	الدالة الاحصائية (Sig)
مصاريف الفوائد المدفوعة * تكاليف التدقيق الداخلي	0.374	1.805	0.843

استناداً لنتائج اختبار الفرضية الفرعية (2) تبين أيضاً أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمصاريف الفوائد المدفوعة على تكاليف التدقيق الداخلي في الشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين، إذ أن قيمة الدلالة الإحصائية أعلى من 0.05 فيتم قبول الفرضية العدمية التي تنص على أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمصاريف الفوائد المدفوعة على تكاليف التدقيق الداخلي في الشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين، كما أن قيمة t المحسوبة أقل من 2، مما يدل على عدم وجود أثر للمتغير المستقل على المتغير التابع، أي أن تكاليف التدقيق الداخلي لا تتأثر بمصاريف الفوائد المدفوعة.

4.3.1.4 الفرضية الفرعية (3): لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمصاريف الفوائد المدفوعة على تكاليف التدقيق الخارجي في الشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين.

النموذج المستخدم لقياس الفرضية الفرعية (3) هو التالي:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 INT + \mu$$

حيث أن: Y: هو المتغير التابع وهو تكاليف التدقيق الخارجي.

β_0 : هو المعامل الثابت.

INT: هو مصاريف الفوائد المدفوعة وهو المتغير المستقل.

μ : هو معامل الخطأ في المعادلة.

وكانت بيانات نتائج احتساب مصاريف الفوائد المدفوعة وتكاليف التدقيق الخارجي كما هو مبين في الجدول التالي:

جدول رقم 9

قيمة المصاريف المدفوعة وتكاليف التدقيق الخارجي لعينة الدراسة.

#	الشركة	مصاريف الفوائد المدفوعة \$	تكاليف التدقيق الخارجي \$
1	ABRAJ أبراج الوطنية	6,318	4,290
2	AHC المؤسسة العربية للفنادق	967,671	10,000
3	NSC مركز نابلس الجراحي التخصصي	34,168	3,000
4	OOREDOO موبايل الوطنية الفلسطينية للاتصالات	3,264,227	10,000
5	PALAQAR بال عقار لتطوير و إدارة و تشغيل العقارات	42,363	4,500
6	PALTEL الاتصالات الفلسطينية	7,938	10,000
7	PEC الفلسطينية للكهرباء	897,677	5,000
8	RSR مصايف رام الله	4,014	6,375
9	WASEEL الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية	81,791	8,500
10	APC العربية لصناعة الدهان	26,563	4,285
11	AZIZA دواجن فلسطين	245,908	4,500
12	BJP بيت جالا لصناعة الأدوية	39,378	7,029
13	BPC بيرزيت للأدوية	74,672	6,375
14	ELECTRODE مصنع الشرق للالكترود	11,103	3,578
15	GMC مطاحن القمح الذهبي	296,580	14,099
16	JCC سجائر القدس	649,324	13,571
17	JPH القدس للمستحضرات الطبية	147,260	10,000
18	LADAEN فلسطين لصناعات اللدائن	19,642	7,000
19	NAPCO الوطنية لصناعات الألمنيوم والبروفيلات- نايكو	786,227	10,000
20	NCI الوطنية لصناعة الكرتون	13,715	10,000

21	PHARMACARE دار الشفاء لصناعة الأدوية (2015)	786,720	19,000
22	VOIC مصانع الزيوت النباتية	432,401	6,000

لفحص الفرضية السابقة تم استخدام اختبار معامل الانحدار المعياري (Standardized Regression)، لتحليل أثر مصاريف الفوائد المدفوعة على تكاليف التدقيق الخارجي كالتالي:

جدول رقم 10

نتائج اختبار معامل الانحدار المعياري (Standardized Regression) لمصاريف الفوائد على تكاليف التدقيق الخارجي في الشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين.

المتغيرات	BETA	T-Test	الدلالة الاحصائية (Sig)
مصاريف الفوائد المدفوعة * تكاليف التدقيق الخارجي	0.316	1.491	0.152

استناداً لنتائج اختبار الفرضية الفرعية (3) تبين أيضاً أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمصاريف الفوائد المدفوعة على تكاليف التدقيق الخارجي، إذ أن قيمة الدلالة الإحصائية أعلى من 0.05 فيتم قبول الفرضية العدمية التي تنص على أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمصاريف الفوائد المدفوعة على تكاليف التدقيق الخارجي في الشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين، كما أن قيمة t المحسوبة أقل من 2، مما يدل على عدم وجود أثر للمتغير المستقل على المتغير التابع، أي أن تكاليف التدقيق الخارجي لا تتأثر بمصاريف الفوائد المدفوعة.

5.3.1.4 الفرضية الفرعية (4): لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمصاريف الفوائد المدفوعة على تكاليف الترابط في الشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين.

النموذج المستخدم لقياس الفرضية الفرعية (4) هو التالي:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 INT + \mu$$

حيث أن: Y: هو المتغير التابع وهو تكاليف الترابط.

β_0 : هو المعامل الثابت.

INT: هو مصاريف الفوائد المدفوعة وهو المتغير المستقل.

μ : هو معامل الخطأ في المعادلة.

وكانت بيانات نتائج احتساب مصاريف الفوائد المدفوعة وتكاليف الترابط كما هو مبين في الجدول التالي:

جدول رقم 11

قيمة المصاريف المدفوعة وتكاليف الترابط لعينة الدراسة.

#	الشركة	مصاريف الفوائد المدفوعة \$	تكاليف الترابط \$
1	ABRAJ أبراج الوطنية	6,318	20250
2	AHC المؤسسة العربية للفنادق	967,671	19968
3	NSC مركز نابلس الجراحي التخصصي	34,168	6875
4	OOREDOO موبايل الوطنية الفلسطينية للاتصالات	3,264,227	190873
5	PALAQAR بال عقار لتطوير وإدارة و تشغيل العقارات	42,363	14608
6	PALTEL الاتصالات الفلسطينية	7,938	365000
7	PEC الفلسطينية للكهرباء	897,677	185650
8	RSR مصايف رام الله	4,014	27750
9	WASEEL الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية	81,791	27389
10	APC العربية لصناعة الدهان	26,563	10500
11	AZIZA دواجن فلسطين	245,908	27170
12	BJP بيت جالا لصناعة الأدوية	39,378	7588
13	BPC بيرزيت للأدوية	74,672	189181
14	ELECTRODE مصنع الشرق للالكترود	11,103	6008
15	GMC مطاحن القمح الذهبي	296,580	23215
16	JCC سجائر القدس	649,324	105202
17	JPH القدس للمستحضرات الطبية	147,260	91250
18	LADAEN فلسطين لصناعات اللدائن	19,642	0
19	NAPCO الوطنية لصناعات الألمنيوم والبروفيلات - نايكو	786,227	81573
20	NCI الوطنية لصناعة الكرتون	13,715	19109
21	PHARMACARE دار الشفاء لصناعة الأدوية (2015)	786,720	32100
22	VOIC مصانع الزيوت النباتية	432,401	55224

لفحص الفرضية السابقة تم استخدام اختبار معامل الانحدار المعياري (Standardized Regression)، لتحليل أثر مصاريف الفوائد المدفوعة على تكاليف الترابط كالتالي:

جدول رقم 12

نتائج اختبار معامل الانحدار المعياري (Standardized Regression) لمصاريف الفوائد على تكاليف الترابط في الشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين.

المتغيرات	BETA	T-Test	الدلالة الاحصائية (Sig)
مصاريف الفوائد المدفوعة * تكاليف الترابط	0.318	1.499	0.150

استناداً لنتائج اختبار الفرضي الفرعية (4) تبين أيضاً أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمصاريف الفوائد المدفوعة على تكاليف الترابط، إذ أن قيمة الدلالة الإحصائية أعلى من 0.05 فيتم قبول الفرضية العدمية التي تنص على أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمصاريف الفوائد المدفوعة على تكاليف الترابط في الشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين، كما أن قيمة t المحسوبة أقل من 2، مما يدل على عدم وجود أثر للمتغير المستقل على المتغير التابع، أي أن تكاليف الترابط لا تتأثر بمصاريف الفوائد المدفوعة.

6.3.1.4 الفرضية الفرعية (5): لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتوزيعات على تكلفة الوكالة في الشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين.

النموذج المستخدم لقياس الفرضية الفرعية (5) هو التالي:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 \text{ DIS} + \mu$$

حيث أن: Y: هو المتغير التابع وهو تكلفة الوكالة.

β_0 : هو المعامل الثابت.

DIS: هو التوزيعات وهو المتغير المستقل.

μ : هو معامل الخطأ في المعادلة.

وكانت بيانات نتائج احتساب قيمة التوزيعات وتكلفة الوكالة كما هو مبين في الجدول التالي:

جدول رقم 13

قيمة التوزيعات وتكلفة الوكالة لعينة الدراسة.

#	الشركة	التوزيعات \$	تكلفة الوكالة \$
1	ABRAJ أبراج الوطنية	0	48540
2	AHC المؤسسة العربية للفنادق	0	77968
3	NSC مركز نابلس الجراحي التخصصي	249685	33875
4	OOREDOO موبایل الوطنية الفلسطينية للاتصالات	0	272873
5	PALAQAR بال عقار لتطوير و إدارة و تشغيل العقارات	0	38608
6	PALTEL الاتصالات الفلسطينية	56431868	483000
7	PEC الفلسطينية للكهرباء	6000000	262650
8	RSR مصايف رام الله	242857	70125
9	WASEEL الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية	0	58389
10	APC العربية لصناعة الدهان	766071	35785
11	AZIZA دواجن فلسطين	2784000	55670
12	BJP بيت جالا لصناعة الأدوية	1237421	50617
13	BPC بيرزيت للأدوية	3238014	246556
14	ELECTRODE مصنع الشرق للالكترود	148544	35086
15	GMC مطاحن القمح الذهبي	0	67313
16	JCC سجائر القدس	0	148773
17	JPH القدس للمستحضرات الطبية	1691200	152250
18	LADAEN فلسطين لصناعات اللدائن	0	25000
19	NAPCO الوطنية لصناعات الألمنيوم والبروفيلات - نايكو	295714	112573
20	NCI الوطنية لصناعة الكرتون	176035	53109
21	PHARMACARE دار الشفاء لصناعة الأدوية (2015)	510382	84100
22	VOIC مصانع الزيوت النباتية	3428571	106224

لفحص الفرضية السابقة تم استخدام اختبار معامل الانحدار المعياري (Standardized Regression)، لتحليل أثر التوزيعات على تكلفة الوكالة كتالي:

جدول رقم 14

نتائج اختبار معامل الانحدار المعياري (Standardized Regression) للتوزيعات على تكلفة الوكالة في الشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين.

المتغيرات	BETA	T-Test	الدلالة الاحصائية (Sig)
التوزيعات * تكلفة الوكالة	0.780	5.576	0.000

بناءً على نتائج اختبار الفرضي الفرعية (5) أيضاً تم رفض الفرضية العدمية التي تنص على أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتوزيعات على تكلفة الوكالة في الشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين، إذ قيمة الدلالة الإحصائية أقل من 0.05، كما أن قيمة t المحسوبة أعلى من 2، مما يدل على عدم وجود أثر للتوزيعات على تكلفة الوكالة، وبما أن قيمة بيتا أعلى من صفر، إذاً يدل ذلك على وجود أثر إيجابي للتوزيعات على تكلفة الوكالة، أي مع زيادة تكاليف توزيعات تزيد تكلفة الوكالة.

7.3.1.4 الفرضية الفرعية (6): لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتوزيعات على تكاليف التدقيق الداخلي في الشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين.

النموذج المستخدم لقياس الفرضية الفرعية (6) هو التالي:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 \text{ DIS} + \mu$$

حيث أن: Y: هو المتغير التابع وهو تكاليف التدقيق الداخلي.

β_0 : هو المعامل الثابت.

DIS: هو التوزيعات وهو المتغير المستقل.

μ : هو معامل الخطأ في المعادلة.

وكانت بيانات نتائج احتساب قيمة التوزيعات وتكاليف التدقيق الداخلي كما هو مبين في الجدول التالي:

جدول رقم 15

قيمة التوزيعات وتكاليف التدقيق الداخلي لعينة الدراسة.

#	الشركة	التوزيعات \$	تكاليف التدقيق الداخلي \$
1	ABRAJ أبراج الوطنية	0	24,000
2	AHC المؤسسة العربية للفنادق	0	48,000
3	NSC مركز نابلس الجراحي التخصصي	249685	24,000
4	OOREDOO موبايل الوطنية الفلسطينية للاتصالات	0	72,000
5	PALAQAR بال عقار لتطوير وإدارة و تشغيل العقارات	0	19,500
6	PALTEL الاتصالات الفلسطينية	56431868	108,000
7	PEC الفلسطينية للكهرباء	6000000	72,000
8	RSR مصايف رام الله	242857	36,000
9	WASEEL الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية	0	22,500
10	APC العربية لصناعة الدهان	766071	21,000
11	AZIZA دواجن فلسطين	2784000	24,000
12	BJP بيت جالا لصناعة الأدوية	1237421	36,000
13	BPC بيرزيت للأدوية	3238014	51,000
14	ELECTRODE مصنع الشرق للالكترود	148544	25,500
15	GMC مطاحن القمح الذهبي	0	30,000
16	JCC سجائر القدس	0	30,000
17	JPH القدس للمستحضرات الطبية	1691200	51,000
18	LADAEN فلسطين لصناعات اللدائن	0	18,000
19	NAPCO الوطنية لصناعات الألمنيوم والبروفيلات - نايكو	295714	21,000
20	NCI الوطنية لصناعة الكرتون	176035	24,000
21	PHARMACARE دار الشفاء لصناعة الأدوية (2015)	510382	33,000
22	VOIC مصانع الزيوت النباتية	3428571	45,000

لفحص الفرضية السابقة تم استخدام اختبار معامل الانحدار المعياري (Standardized Regression)، لتحليل أثر التوزيعات على تكاليف التدقيق الداخلي كتالي:

جدول رقم 16

نتائج اختبار معامل الانحدار المعياري (Standardized Regression) للتوزيعات على تكاليف التدقيق الداخلي في الشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين.

المتغيرات	BETA	T-Test	الدلالة الاحصائية (Sig)
التوزيعات * تكاليف التدقيق الداخلي	0.780	5.576	0.000

بناءً على نتائج اختبار الفرضية الفرعية (6) أيضاً تم رفض الفرضية العدمية التي تنص على أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتوزيعات على تكاليف التدقيق الداخلي في الشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين، إذ قيمة الدلالة الإحصائية أقل من 0.05، كما أن قيمة t المحسوبة أعلى من 2، مما يدل على عدم وجود أثر للتوزيعات على تكاليف التدقيق الداخلي، وبما أن قيمة بيتا أعلى من صفر، إذاً يدل ذلك على وجود أثر إيجابي للتوزيعات على تكاليف التدقيق الداخلي، أي مع زيادة تكاليف توزيعات تزيد تكاليف التدقيق الداخلي.

8.3.1.4 الفرضية الفرعية (7): لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتوزيعات على تكاليف التدقيق الخارجي في الشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين

النموذج المستخدم لقياس الفرضية الفرعية (7) هو التالي:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 \text{ DIS} + \mu$$

حيث أن: Y: هو المتغير التابع وهو تكاليف التدقيق الخارجي.

β_0 : هو المعامل الثابت.

DIS: هو التوزيعات وهو المتغير المستقل.

μ : هو معامل الخطأ في المعادلة.

وكانت بيانات نتائج احتساب قيمة التوزيعات وتكاليف التدقيق الخارجي كما هو مبين في الجدول التالي:

جدول رقم 17

قيمة التوزيعات وتكاليف التدقيق الخارجي لعينة الدراسة.

#	الشركة	التوزيعات \$	تكاليف التدقيق الخارجي \$
1	ABRAJ أبراج الوطنية	0	4,290
2	AHC المؤسسة العربية للفنادق	0	10,000
3	NSC مركز نابلس الجراحي التخصصي	249685	3,000
4	OOREDOO موبايل الوطنية الفلسطينية للاتصالات	0	10,000
5	PALAQAR بال عقار لتطوير وإدارة و تشغيل العقارات	0	4,500
6	PALTEL الاتصالات الفلسطينية	56431868	10,000
7	PEC الفلسطينية للكهرباء	6000000	5,000
8	RSR مصايف رام الله	242857	6,375
9	WASEEL الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية	0	8,500
10	APC العربية لصناعة الدهان	766071	4,285
11	AZIZA دواجن فلسطين	2784000	4,500
12	BJP بيت جالا لصناعة الأدوية	1237421	7,029
13	BPC بيرزيت للأدوية	3238014	6,375
14	ELECTRODE مصنع الشرق للالكترود	148544	3,578
15	GMC مطاحن القمح الذهبي	0	14,099
16	JCC سجائر القدس	0	13,571
17	JPH القدس للمستحضرات الطبية	1691200	10,000
18	LADAEN فلسطين لصناعات اللدائن	0	7,000
19	NAPCO الوطنية لصناعات الألمنيوم والبروفيلات - نايكو	295714	10,000
20	NCI الوطنية لصناعة الكرتون	176035	10,000
21	PHARMACARE دار الشفاء لصناعة الأدوية (2015)	510382	19,000
22	VOIC مصانع الزيوت النباتية	3428571	6,000

لفحص الفرضية السابقة تم استخدام اختبار معامل الانحدار المعياري (Standardized Regression)، لتحليل أثر التوزيعات على تكاليف التدقيق الخارجي كالتالي:

جدول رقم 18

نتائج اختبار معامل الانحدار المعياري (Standardized Regression) للتوزيعات على تكاليف التدقيق الخارجي في الشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين.

المتغيرات	BETA	T-Test	الدلالة الاحصائية (Sig)
التوزيعات * تكاليف التدقيق الخارجي	0.073	0.328	0.746

استناداً لنتائج اختبار الفرضية الفرعية (7) تبين أيضاً أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتوزيعات على تكاليف التدقيق الخارجي، إذ أن قيمة الدلالة الإحصائية أعلى من 0.05 فيتم قبول الفرضية العدمية التي تنص على أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمصاريف الفوائد المدفوعة على تكاليف الترابط في الشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين، كما أن قيمة t المحسوبة أقل من 2، مما يدل على عدم وجود أثر للمتغير المستقل على المتغير التابع، أي أن تكاليف التدقيق الخارجي لا تتأثر بقيمة التوزيعات.

9.3.1.4 الفرضية الفرعية (8): لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتوزيعات على تكاليف الترابط في الشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين.

النموذج المستخدم لقياس الفرضية الفرعية (5) هو التالي:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 \text{DIS} + \mu$$

حيث أن: Y: هو المتغير التابع وهو تكاليف الترابط.

β_0 : هو المعامل الثابت.

DIS: هو التوزيعات وهو المتغير المستقل.

μ : هو معامل الخطأ في المعادلة.

وكانت بيانات نتائج احتساب قيمة التوزيعات وتكاليف الترابط كما هو مبين في الجدول التالي:

جدول رقم 19

قيمة التوزيعات وتكاليف الترابط لعينة الدراسة.

#	الشركة	التوزيعات \$	تكاليف الترابط \$
1	ABRAJ أبراج الوطنية	0	20250
2	AHC المؤسسة العربية للفنادق	0	19968
3	NSC مركز نابلس الجراحي التخصصي	249685	6875
4	OOREDOO موبایل الوطنية الفلسطينية للاتصالات	0	190873
5	PALAQAR بال عقار لتطوير و إدارة و تشغيل العقارات	0	14608
6	PALTEL الاتصالات الفلسطينية	56431868	365000
7	PEC الفلسطينية للكهرباء	6000000	185650
8	RSR مصايف رام الله	242857	27750
9	WASEEL الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية	0	27389
10	APC العربية لصناعة الدهان	766071	10500
11	AZIZA دواجن فلسطين	2784000	27170
12	BJP بيت جالا لصناعة الأدوية	1237421	7588
13	BPC بيرزيت للأدوية	3238014	189181
14	ELECTRODE مصنع الشرق للالكترود	148544	6008
15	GMC مطاحن القمح الذهبي	0	23215
16	JCC سجائر القدس	0	105202
17	JPH القدس للمستحضرات الطبية	1691200	91250
18	LADAEN فلسطين لصناعات اللدائن	0	0
19	NAPCO الوطنية لصناعات الألمنيوم والبروفيلات - نايكو	295714	81573
20	NCI الوطنية لصناعة الكرتون	176035	19109
21	PHARMACARE دار الشفاء لصناعة الأدوية (2015)	510382	32100
22	VOIC مصانع الزيوت النباتية	3428571	55224

لفحص الفرضية السابقة تم استخدام اختبار معامل الانحدار المعياري (Standardized Regression)، لتحليل أثر التوزيعات على تكاليف الترابط كتالي:

جدول رقم 20

نتائج اختبار معامل الانحدار المعياري (Standardized Regression) للتوزيعات على تكاليف الترابط في الشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين.

المتغيرات	BETA	T-Test	الدالة الإحصائية (Sig)
التوزيعات * تكاليف الترابط	0.775	5.486	0.001

بناءً على نتائج اختبار الفرضية الفرعية (8) أيضاً تم رفض الفرضية العدمية التي تنص على أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتوزيعات على تكاليف الترابط في الشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين، إذ قيمة الدلالة الإحصائية أقل من 0.05، كما أن قيمة t المحسوبة أعلى من 2، مما يدل على عدم وجود أثر للتوزيعات على تكاليف التدقيق الداخلي، وبما أن قيمة بيتا أعلى من صفر، إذاً يدل ذلك على وجود أثر إيجابي للتوزيعات على تكاليف التدقيق الداخلي، أي مع زيادة تكاليف توزيعات تزيد تكاليف التدقيق الداخلي.

2.4 مناقشة النتائج

1. تبين أن الشركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين تعتمد أكثر على أدوات الملكية في تمويل هيكل رأس المال من أدوات الدين، وقد يعود ذلك إلى ارتفاع تكلفة التمويل الخارجي أي تكاليف الديون المتمثلة بالفوائد، كما وقد يرجع إلى أسباب أخرى مثل الالتزام المالي الذي يترتب على الشركة من أجل سداد قيمة الدين وفوائده.
2. أظهرت نتائج الدراسة أن تكلفة هيكل رأس المال لا يؤثر بشكل مباشر على تكلفة الوكالة في الشركات الصناعية والخدماتية المدرجة في بورصة فلسطين للفترة ما بين عام 2016 إلى 2019.
3. كما أظهرت النتائج أن مصاريف الفوائد المدفوعة (وهي متغير فرعي لتكلفة هيكل رأس المال) لا تؤثر على تكلفة الوكالة، إذ بعد دراسة أثر مصاريف الفوائد المدفوعة على كل من مكونات تكلفة الوكالة (وهي تكلفة التدقيق الداخلي، وتكلفة التدقيق الخارجي، وتكلفة الترابط) تبين أنه لا أثر للفوائد عليهم.
4. إلا أن نتائج الدراسة أظهرت وجود أثر إيجابي (طردى) قوي للتوزيعات (وهي متغير فرعي لتكلفة هيكل رأس المال) على تكلفة الوكالة، أي أن زيادة التوزيعات سيؤدي إلى زيادة تكلفة الوكالة. فبالرغم من أن توزيع الأرباح على المساهمين قد تكون أحد الوسائل لتقليل مشكلة عدم تماثل المعلومات بين المساهمين والإدارة إلا أن نتائج الدراسة جاءت معاكسة، فيدل على عدم كفاءة نظام التوزيعات في الشركات.
5. وأظهرت النتائج أن التوزيعات تؤثر إيجابياً على كل من تكلفة التدقيق الداخلي وتكاليف الترابط، وهذا يدعم وجود أثر للتوزيعات على تكلفة الوكالة. فتكاليف الترابط والتدقيق الداخلي تكاليف داخلية تتحملها الشركة من أجل تقليل مشكلة الوكالة، ولكن تبين أنها ترفع بشكل كبير تكلفة الوكالة فلا بد من إيجاد القيمة المناسبة لها بطريقة تحل أو تقلل من مشكلة الوكالة ولكن بأقل تكلفة ممكنة، وبما أنها تكاليف داخلية فمن الممكن التحكم بها وتعديلها.
6. ولكن أظهرت النتائج أنه لا يوجد أثر للتوزيعات على تكاليف التدقيق الخارجي. فالتدقيق الداخلي عامل خارجي نوعاً ما فمن الصعب التحكم به.

نتائج هذه الدراسة جاءت مخالفة لنتائج دراسة (Onsomu, 2014) التي أجريت في نيروبي حول العلاقة بين تكلفة الوكالة وهيكل رأس المال الذي قام بقياسه من خلال الرفع المالي، إذ تبين وجود علاقة سلبية للرفع المالي للشركة أو اعتماده على الديون أكثر في تشكيلة هيكل رأس مع تكلفة الوكالة، أي مع زيادة الرفع المالي تقل تكلفة الوكالة، وكذلك دراسة (Kalash, 2019)، إذ بينت وجود علاقة طردية بين تكاليف الوكالة وهيكل رأس المال، بينما هذه الدراسة أظهرت عدم وجود علاقة قوية بين تكلفة هيكل رأس المال وتكلفة الوكالة، وقد يعود السبب في اختلاف النتائج لطريقة حساب تكلفة هيكل رأس المال، إذ في الدراسة السابقة تم قياسه من خلال الرفع المالي، أما هذه الدراسة استخدمت طريقة المعدل المرجح لتكلفة رأس المال، كما واختلاف مجتمع الدراسة لا بد أن له سبب في اختلاف النتائج، كما أن البيئة الاقتصادية تختلف كلياً من دولة إلى أخرى.

كما تختلف نتائج هذه الدراسة مع دراسة (النجار، 2017) التي أجريت على الشركات الفلسطينية وبحثت في أثر المكافآت والتوزيعات في تخفيض تكلفة الوكالة، إلا أن النتائج بينت أن التوزيعات والمكافآت الإدارية تؤثر سلباً على تكاليف الوكالة، بينما هذه الدراسة بينت وجود أثر إيجابي للتوزيعات على تكاليف الوكالة، أي أنه يجب تقليل من الأرباح الموزعة على المساهمين من أجل تقليل تكاليف الوكالة، أو إيجاد نظام أكثر كفاءة في توزيع الأرباح بالطريقة التي تقلل من تكلفة الوكالة.

وكذلك مع دراسة (شقور، 2017)، إذ أظهرت نتائجها التي أجريت على الشركات المدرجة في بورصة عمان، أنه يوجد علاقة إيجابية بين الديون وفوائدها مع تكلفة الوكالة والتي قام بقياسها من خلال نسبة دوران الأصول ومعدل الكفاءة، أي أن زيادة الديون تزيد من تكلفة الوكالة، بينما نتائج هذه الدراسة أظهرت عدم وجود أثر للفوائد المدفوعة على تكلفة الوكالة، والتي تم قياسها كحاصل جمع (تكاليف التدقيق الداخلي وتكاليف التدقيق الخارجي وتكاليف الترابط)، بما يعني أنه زيادة أو نقصان التزام الديون والفوائد عليها تؤدي إلى زيادة أو نقصان تكلفة الوكالة.

الفصل الخامس: الاستنتاجات والتوصيات

1.5 الاستنتاجات

يمكن استنتاج الأمور التالية من نتائج تحليل بيانات وفرضيات هذه الدراسة:

(1) تظهر نتائج الدراسة أن الشركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين تعتمد أكثر على أدوات الملكية في تمويل هيكل رأس المال من أدوات الدين، أي ترغب استخدام مصادر داخلية للتمويل مثل اصدار أسهم بدل تكبد التزامات مستقبلية متمثلة بسداد القرض أو الدين وفوائده.

(2) لقد أظهرت الدراسة أن مصاريف الفوائد لا تؤثر على تكلفة الوكالة، وبالعالم أن طبيعة الظروف الاقتصادية والمالية في فلسطين هي التي أثرت على هذه النتيجة، فعلى الشركات الفلسطينية البحث في نظام الفوائد والقروض مع الجهات المعنية، لأن القروض عالمياً ومحلياً تعتبر عاملاً مهماً في تمويل الشركات.

(3) يمكن استنتاج أن اللجوء لزيادة رأس مال الشركات من خلال الاعتماد على أدوات الدين (مثل القروض والتمويلات الخارجية) فإن تكلفة هذه الأدوات (الفوائد المدفوعة) لا تؤثر على أي من تكاليف التدقيق الداخلي والخارجي وتكاليف الترابط أي لا تؤثر على تكلفة الوكالة في الشركات.

(4) ولقد أظهرت الدراسة أن توزيعات الأرباح تؤثر إيجابياً على تكلفة الوكالة، ولحل ذلك على الشركات الفلسطينية دراسة سياسة توزيعات الأرباح من حيث قيمتها وموعدها، من أجل تعزيز دور التوزيعات في هيكل رأس المال وفي تقليل تكلفة الوكالة. فتم استنتاج ما يلي:
أ. أن زيادة التوزيعات تزيد كل من تكاليف التدقيق الداخلي وتكاليف الترابط أي تزيد تكاليف الوكالة.

ب. أن الاعتماد على زيادة رأس المال من خلال أدوات الملكية أي إصدار أسهم جديدة يؤدي إلى زيادة تكلفة الوكالة.

2.5 التوصيات:

بناءً على نتائج واستنتاجات الدراسة، تم تلخيص التوصيات التالية:

1. توصي الدراسة بأن تقوم الشركات بالاعتماد على أدوات الدين (مثل القروض والتمويلات الخارجية) عند رغبة الشركات في زيادة رأس المال، إذ أن تكلفة هذه الديون (التمثلة بالفوائد) لا تؤثر على زيادة تكلفة الوكالة في الشركات.
2. وتوصي الدراسة التقليل من الاعتماد على اصدار أسهم جديدة في حال الرغبة بزيادة رأس المال، وذلك لما للتوزيعات (تكلفة الأسهم) من أثر طردي على تكلفة الوكالة، وذلك بالاستناد إلى الفرضية الفرعية الخامسة.
3. كما وتوصي بأن تقوم للشركات بتطوير نظام توزيع الأرباح النقدية والأسهم المجانية بحيث يصبح أكثر كفاءة في تقليل تكاليف الوكالة، وذلك بالاستناد إلى الفرضية الفرعية الخامسة.
4. وتوصي التقليل من تكاليف الوكالة من خلال تقليل تكاليف التدقيق الداخلي وتكاليف الترابط، إذ من الصعب التحكم بتكاليف التدقيق الخارجي، وذلك بالاستناد إلى الفرضيات الفرعية السادسة والسابعة والثامنة.
5. توصي الدراسة بتطوير نظام التدقيق الداخلي ونظام المكافآت والعلاوات لمجلس الإدارة ولكن مع مراعاة تكلفتهم، من أجل تقليل تضارب المصالح بين المساهمين والإدارة والذي بدوره يقلل من مشكلة الوكالة.
6. توصي الدراسة بزيادة البحث عن نظم توزيعات الأرباح التي تكون أكثر فاعلية في تقليل تكلفة الوكالة، بالإضافة إلى البحث بالعوامل الأخرى التي قد يكون لها أثر على تقليل تكلفة الوكالة.

قائمة المراجع

المراجع العربي

❖ دوريات وكتيبات

1. الأحمر، هاني. (2018). أثر مكونات هيكل رأس المال في القرارات التمويلية والاستثمارية بقطاع التأمين السوداني. *مجلة اماريك*، المجلد 9، العدد 28، ص 75-84.
2. بن عزيزة، صورية، وزعبيط، نور الدين. (2019). أثر هيكل الاستدانة في تكاليف الوكالة: حالة الشركات المساهمة المدرجة في بورصة الجزائر للفترة 2010-2017. *مجلة البحث الاقتصادي*. الجزائر. المجلد 7، العدد 11، ص 231-259.
3. بوكرومة، كريمة، وعبيدات، عبادة. (2019). أثر هيكل رأس المال على تكاليف الوكالة والتدفقات النقدية الحرة في الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية. *مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية*. المجلد 13، العدد 2، ص 129-148.
4. حمدان، علام، والسريع، عادل، وعناسوه محمد. (2016). هيكل الملكية في الشركات المدرجة في بورصة البحرين ودوره في تخفيض تكاليف الوكالة. *مجلة الجامعة الإسلامية في غزة للاقتصاد والإدارة*. العدد 24. الرقم 4. ص 82-98.
5. رزيقات، زياد، والحداد، لارا، والغرابية، محمد. (2016). تكاليف الوكالة والحاكمة المؤسسية: دليل من الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية. *المجلة الأردنية في إدارة الأعمال*. المجلد 12، العدد 12.
6. عاصي، جورج. (2016). ما هي أنواع الشركات من حيث الملكية؟. *مجلة بيت*. مراجعة بتاريخ 2020/1/26.
7. مقابلة، ايهاب. (2018). *محاسب عربي قانوني معتمد (ACPA) 1 (الاقتصاد و التمويل)*. ص 260-261.

❖ رسائل ماجستير

1. خنفر، دعاء. (2017). *محددات هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين: دراسة تطبيقية للفترة الزمنية (2005-2014)*. رسالة ماجستير إدارة الأعمال. جامعة الخليل/ فلسطين.

2. الزبيدي، حمزة، وسلامة، حسين. (2014). اختبار أثر بعض العوامل المحددة لهيكل رأس المال دراسة تحليلية للشركات المدرجة في السوق المالية السعودية (2003م - 2007م). الأكاديمية العربية للعلوم المالية المصرفية. مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد والإدارة، م28 ع1.
3. سعيدي، حنان، وشحان، سميرة. (2019). أثر تكلفة رأس المال على اتخاذ القرار الاستثماري في المؤسسة الاقتصادية - دراسة حالة مؤسسة إيباش للأشغال العامة في أدرار. جامعة أحمد دراية. أدرار / الجزائر.
4. شقور، عمر. (2017). العوامل المؤثرة في تكاليف الوكالة دراسة تطبيقية على البنوك التجارية المدرجة في بورصة عمان. المجلة العربية للعلوم ونشر الأبحاث. م3. ع2.
5. النجار، جمبل. (2017). مدى تأثير سياسة توزيعات الأرباح والمكافآت الإدارية في تخفيض تكاليف الوكالة لدى الشركات المدرجة في بورصة فلسطين. جامعة القدس المفتوحة/ فلسطين.

❖ موقع الكتروني

1. بورصة فلسطين. (13-12-2016). الشركات العائلية وآفاق الاستدامة. www.pex.ps. رام الله.
2. بورصة فلسطين. (<http://www.pex.ps>)
3. شبكة راية الإعلامية. (20-8-2018) الشركات العائلية في فلسطين، www.raya.ps
4. مركز الإحصاء الفلسطيني. (2017). <http://www.pcbs.gov.ps/postar.aspx?lang=ar&ItemID=3340>
5. مركز الإحصاء الفلسطيني. www.pex.ps

المراجع References

الأجنبية

❖ Books

1. Arens A., Eder R., Beasley M. & Hogan C. (2017). *Auditing and Assurance Services*. Pearson. 16th edition.
2. Becht, M., Bolton, P., & Röell, A. (2005). *Corporate Governance and Control* [Ebook] (2nd ed.). ecgi. Retrieved 15 December 2020 from <http://www.ecgi.org/wp>
3. Brealey R., Grabowski R. & Pratt S. (2014), *Cost of Capital: Applications and Examples*, 5th edition, John Wiley & Sons, p.1
4. Deegan, (2000). *Financial Accounting Theory*. McGraw-Hill.
5. Kreitner R. J. (1995), *Management*, 6 th Edition, Houghton Mifflin Company, USA.
6. Mishkin, F., & Serletis, A. (2011). *The economics of money, banking, and financial markets (4th ed.)*. Toronto, Ontario: Pearson Addison Wesley.
7. Peter Drucker (1955). *The practice of management*. Rev Ed. HarperCollins e-books. London
8. Clark M., Schoerder R. & Cathey J. (2020). *Financial Accounting Theory and Analysis: Text and Cases*. Wiley & Sons. 13th Ed.
9. Schroeder R., Clark M. & Cathey J. (2014). *Financial Accounting Theory and Analysis: Text and Cases*. 11th ed. John Wiley & Sons, Inc. p. 333-384.

❖ Journals

1. Ali M., Yadav R. & Khan M. 2011. *Capital Structure Theories: A Review*. International research journal of commerce arts and science. Vol 4, Issue 2.
2. Asandimitra N. (2017). *Determinant of agency cost in Indonesia*. International Journal of Economic Research, Vol 14. Nu 1.
3. Baker M. and Wurgler J. (2002), *Market Timing and Capital Structure*, The Journal of Finance vol. 57, No.1.
4. Berle, A. and Means, G. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. Commerce Clearing House, New York.
5. Boshkoska M., (2015). The Agency Problem: *Measures for Its Overcoming*. *International Journal of Business and Management*; Vol. 10, No. 1. Canadian Center of Science and Education.

6. Cai C., Hillier D., Tian G. & Wu Q. (2015). ***Do Audit Committees Reduce the Agency Costs of Ownership Structure?***. Pacific-Basin Finance Journal. Vol35, P.225-240.
7. Cortez , M. & Susanto S. (2012). ***The determinants of corporate capital structure: Evidence from Japanese manufacturing companies.*** Journal of International Business Research, Volume 11, Special Issue, Number 3
8. Eisenhardt, K.M. (1989). ***Agency Theory: An Assessment and Review***, The Academy of Management Review, 14 (1): 57–74
9. Hakansson, N. (1969). On the Dividend Capitalization Model Under Uncertainty. ***Journal of Financial and Quantitative Analysis***, 4(1), 65-87.
10. Ibrahim, H., & Samad, F. A. (2011). Corporate governance mechanisms and performance of public-listed family-ownership in Malaysia. ***International Journal of Economics and Finance***, 3(1), 105.
11. Jensen M, Meckling W, (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost and ownership structure, ***Journal of Financial Economics***, vol 3, issue 4 – Oct. 2002, p.305-360
12. Jensen, M. (1986). Agency cost free cash flow, corporate finance, and takeovers. ***American Economic Review***, 76(2), 323–329.
13. Jensen, M. and Ruback, R. (1983). The market for corporate control: The Scientific Evidence. *Journal of Financial Economics*, 11, pp. 5-50
14. Kalash I. (2019). Firm Leverage, Agency Costs and Firm Performance: An Empirical Research on Service Firms in Turkey. ***Journal of Human and Social Sciences Research***, 8 (1), 624-636.
15. Karasneh H. & Bataineh A. (2018). Does Corporate Governance Reduce Agency Costs in the Jordanian Industrial Companies?, ***International Review of Management and Business Research***. Vol. 7 Issue 2.
16. Kochhar R. (1997), Strategic Assets, Capital Structure, And Firm Performance, ***Journal of Financial and Strategic Decisions***, Vol 10, No 3.
17. Lang, L., Stulz, R. and Walking, R. (1991). A test of the free cash flow hypothesis. *Journal of Financial Economics*, 29, pp. 315-335.

18. Mitra S., 2011. Revisiting WACC. ***Global Journal of Management and Business Research***, Vol. 11 Issue 11, Version 1.0, India, November 2011.
19. Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. ***The journal of finance***. 39(3), 574-592.
20. Pinegar, M. and Wilbricht, L. (1989). What Managers Think of Capital Structure Theory: A Survey. ***Financial Management***, **Winter**, pp. 82-91
21. Roshan B. (2009). Capital Structure and Ownership Structure: A Review of Literature. ***The Journal of Online Education***, New York.
22. Syed H. & Tariq Y. (2006). Determinants of Capital Structure: A case for the Pakistani Cement Industry. ***ResearchGate Journal***. Vol 11.

❖ **Master Thesis**

1. Anne P. (2008). ***The Modigliani-Miller Theorem***. The New Palgrave Dictionary of Economics. University of Ollinois.
2. Florackis C. & Ozkan A. (2015). ***Agency costs and corporate governance mechanisms: Evidence for UK firms***. University of York, UK.
3. Megginson, L.C., Mosley, D.C., and Pietri, P.H., Jr (1992). ***Management Concepts and Application***.
4. Nasieku T. (2015). ***Capital Structure determinants among companies quoted in Securities Exchange in East Africa***. Master Thesis, Jomo Kenyatta University. Nairobi, Kenya. ***International Journal of Education and Research*** Vol. 3 No. 5.
5. Onsomu G. (2014). ***Relationship between Capital Structure and Agency Cost for companies listed at the Nairobi Stock Exchange***. Master Thesis for Business Administration. University of Nairobi.
6. Rikanovic M., (2005). ***Capital Structure Determinants Among Companies Quoted in Securities Exchange in East Africa***. Doctorate dissertation of the University of St. Gallen. Germany.
7. Rodel H. A. (2013). ***Capital structure: Evidence from Dutch firms***. Master thesis Business Administration. University of Twente\ Holland.

❖ Websites

1. Bonding Cost, <https://www.coursehero.com>
2. Carrasquillo, P. (2018). *How to Calculate the Market Value of Debt*. Retrieved 9 February 2020, from <https://bizfluent.com/how-7642356-calculate-market-value-debt.html>
3. Chappelow, J. (2019). *Traditional Theory of Capital Structure Definition*. Retrieved 9 December 2019, from <https://www.investopedia.com/terms/t/traditionalcapitalstructure.asp>
4. Chen, J. (2020). *Dividend Growth Rate Definition*. Retrieved 6 July 2020, from <https://www.investopedia.com/terms/d/dividendgrowthrate.asp#:~:text=The%20dividend%20growth%20rate%20is,over%20a%20period%20of%20time>
5. *Cost of Capital - Learn How Cost of Capital Affect Capital Structure*. (2019). Retrieved 9 December 2019, from <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/cost-of-capital/>
6. Cost of Capital. Retrieved 1 July 2020, from <https://www.investopedia.com>
7. *Dividend capitalization model*. BusinessDictionary.com. Retrieved December 10, 2019, from BusinessDictionary.com website: <http://www.businessdictionary.com/definition/dividend-capitalization-model.html>
8. Jan, O. (2019). *Shareholders' Equity*. Retrieved 12 February 2020, from <https://xplained.com/177232/equity>
9. Kenton W. (2020). *Cost of Capital: What you need to know*. Investopedia. Retrieved on July 3, 2020 from <https://www.investopedia.com/terms/c/costofcapital.asp>
10. Kenton, W. and Murphy, C. (2019). *Equity: What Investors Need to Know*. [online] Investopedia. Available at: <https://www.investopedia.com/terms/e/equity.asp> [Accessed 8 Dec. 2019].
11. Kuligowski K. (2019). *The Difference Between Debt and Equity Financing*. Retrieved 9 December 2019, from <https://www.businessnewsdaily.com/>
12. Mauboussin M., Callahan D. (2013). Estimating the cost of capital a practical guide to assessing opportunity cost, *Credited Suisse* (www.credit-suisse.com)

13. Murphy, C. (2020). *How to Calculate Present Value, and Why Investors Need to Know It*. Retrieved 6 July 2020, from <https://www.investopedia.com/terms/p/presentvalue.asp>
14. Nitisha (2020). *7 Methods for Measuring Cost of Capital*. (2020). Retrieved 4 July 2020, from <https://www.economicdiscussion.net/capital-budgeting/7-methods-for-measuring-cost-of-capital/4415#:~:text=The%20computation%20of%20cost%20of,and%20premium%20for%20the%20risk.&text=This%20value%20can%20be%20calculated%20by%20analyzing%20data%20of%20usually%20five%20years>
15. Njogu T. (2020). *Difference Between Internal Audit and Internal Control*. DifferenceBetween.net. retrieved on July 7 , 2020 from <http://www.differencebetween.net/business/difference-between-internal-audit-and-internal-control/> .
16. *Positive Accounting Theory (PAT)*. (2019). Retrieved 2 December 2019, from <https://www.accountingscholar.com/positive-accounting-theory.html>
17. Rebuffat F. (2019). *Introduction of paper currency*. Encyclopedia Universalis [online], accessed July 14, 2020. URL: <http://www.universalis.fr/encyclopedie/introduction-du-papier-monnaie/>
18. Schmidt, R. (2019). *How to Calculate The Debt Yield Ratio*. Retrieved 10 December 2019, from <https://propertymetrics.com/blog/how-to-calculate-the-debt-yield-ratio/>
19. Surbhi, S. (2018). *Difference Between Capital Structure and Financial Structure (with Comparison Chart)* - Key Differences. Retrieved 13 December 2020, from <https://keydifferences.com/difference-between-capital-structure-and-financial-structure.html>
20. Tuovila, A. (2019). *Capital Structure Definition*. Retrieved 14 October 2019, from <https://www.investopedia.com/terms/c/capitalstructure.asp#:~:targetText=The%20capital%20structure%20is%20the,preferred%20stock%2C%20or%20retained%20earnings.>

21. Tuovila, A. (2019). ***Internal Audit Definition***. Retrieved 2 December 2019, from <https://www.investopedia.com/terms/i/internalaudit.asp> External Auditing, <http://www.businessdictionary.com>
22. Tuovila, A. (2019). ***What is an Audit?***. Retrieved 3 December 2019, from <https://www.investopedia.com/terms/a/audit.asp>

الملاحق

ملحق رقم 1

قائمة القيمة السوقية للشركات المدرجة في بورصة فلسطين كما هو بتاريخ 2019/12/31. (بورصة فلسطين، 2019)

#	الشركة	اسم السهم (رمز الشركة)	القطاع	عدد الأسهم الصادرة (بقيمة اسمية \$1 لكل سهم)	متوسط القيمة السوقية للسهم (2019)	القيمة السوقية للمشركة (2019)
1	أبراج الوطنية	ABRAJ	الخدمات	11,000,000	1.31	14410000
2	المؤسسة العربية للفنادق	AHC	الخدمات	19,677,158	0.75	14757869
3	المؤسسة العقارية العربية	ARE	الخدمات	متوقفة عن التداول		
4	جلوبال كوم للاتصالات	GCOM	الخدمات	متوقفة عن التداول		
5	مركز نابلس الجراحي التخصصي	NSC	الخدمات	3,177,813	2.03	6450960
6	موبايل الوطنية الفلسطينية للاتصالات	OOREDOO	الخدمات	293,000,000	0.94	275420000
7	بال عقار لتطوير وإدارة وتشغيل العقارات	PALAQAR	الخدمات	2,514,140	0.6	1508484
8	الاتصالات الفلسطينية	PALTEL	الخدمات	131,625,000	6	789750000
9	الفلسطينية للكهرباء	PEC	الخدمات	60,000,000	1.53	91800000
10	مصافى رام الله	RSR	الخدمات	4,000,000	5.57	22280000
11	الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية	WASEEL	الخدمات	13,000,000	0.36	4680000
12	البنك الإسلامي العربي	AIB	البنوك	84,919,252	1.7	144362728
13	بنك فلسطين	BOP	البنوك	204,000,000	2	408000000
14	البنك الإسلامي الفلسطيني	ISBK	البنوك	77,000,000	1.84	141680000
15	بنك الاستثمار الفلسطيني	PIBC	البنوك	78,000,000	1.27	99060000
16	سوق فلسطين للأوراق المالية	PSE	البنوك	10,000,000	4.90	49000000
17	بنك القدس	QUDS	البنوك	90,172,275	1.58	142472195
18	البنك الوطني	TNB	البنوك	78,000,000	1.90	148200000
19	المجموعة الأهلية للتأمين	AIG	التأمين	54,000,000	0.32	13500000
20	العالمية المتحدة للتأمين	GUI	التأمين	10,560,000	2.50	26400000
21	المشرق للتأمين	MIC	التأمين	5,200,000	2.38	12376000
22	فلسطين للتأمين	PICO	التأمين	7,200,000	3.96	28512000

28200000	3.95	15,000,000	التأمين	NIC	التأمين الوطنية	23
28200000	2.82	10,000,000	التأمين	TIC	التكافل الفلسطينية للتأمين	24
53400000	3.56	15,000,000	التأمين	TRUST	ترست العالمية للتأمين	25
226950000	2.55	89,000,000	الاستثمار	APIC	العربية الفلسطينية للاستثمار-آبيك	26
5507758	0.71	7,757,405	الاستثمار	AQARIYA	العقارية التجارية للاستثمار	27
7656386	0.81	9,452,328	الاستثمار	ARAB	المستثمرون العرب	28
2800000	0.28	10,000,000	الاستثمار	JREI	القدس للاستثمار العقاري	29
470000000	1.10	250,000,000	الاستثمار	PADICO	فلسطين للتنمية والاستثمار	30
8083500	1.67	4,840,419	الاستثمار	PID	الفلسطينية للاستثمار والإئماء	31
42600000	2.15	18,750,000	الاستثمار	PIIC	فلسطين للاستثمار الصناعي	32
24229745	0.38	63,762,486	الاستثمار	PRICO	فلسطين للاستثمار العقاري	33
151074000	2.18	69,300,000	الاستثمار	SANAD	سند للموارد الإنسانية	34
20480000	0.64	32,000,000	الاستثمار	UCI	الاتحاد للإعمار والاستثمار	35
12855000	8.57	1,500,000	الصناعة	APC	العربية لصناعة الدهان	36
55372800	4.12	13,440,000	الصناعة	AZIZA	دواجن فلسطين	37
24080000	3.44	7,000,000	الصناعة	BJP	بيت جالا لصناعة الأدوية	38
101282797	5.33	19,002,401	الصناعة	BPC	بيرزيت للأدوية	39
2137500	2.85	750,000	الصناعة	ELECTROD E	مصنع الشرق للالكترود	40
15750000	1.05	15,000,000	الصناعة	GMC	مطاحن القمح الذهبي	41
8700000	0.87	10,000,000	الصناعة	JCC	سجابر القدس	42
50400000	2.8	18,000,000	الصناعة	JPH	القدس للمستحضرات الطبية	43
2450000	3.5	700,000	صناعة	LADAEN	فلسطين لصناعات اللدائن	44
11848680	1.62	7,314,000	الصناعة	NAPCO	الوطنية لصناعات الألمنيوم و البروفيلات- نايكو	45
5000000	1	5,000,000	الصناعة	NCI	الوطنية لصناعة الكرتون	46
30078538	3.5	8,593,868	الصناعة	PHARMAC ARE	دار الشفاء لصناعة الأدوية	47
74000000	18.5	4,000,000	الصناعة	VOIC	مصانع الزيوت النباتية	48
\$3897756939					المجموع	

(بورصة فلسطين، 2019/ النسب من إعداد الباحثة)

ملحق رقم 2

نسبة كل من أدوات الدين وأدوات الملكية من مجموع رأس المال كما هو بتاريخ 2019/12/31.

(بورصة فلسطين، 2019)

#	الشركة	أدوات دين \$	أدوات ملكية \$	مجموع مصادر التمويل \$	نسبة أدوات الدين/مجموع مصادر التمويل %	نسبة أدوات الملكية/مجموع مصادر التمويل %
		(أ)	(ب)	(ج = أ + ب)	(أ / ج)	(ب / ج)
1	ABRAJ أبراج الوطنية	1,440,250	14410000	15,850,250	%9.09	%90.91
2	AHC المؤسسة العربية للفنادق	17,726,590	14757869	32,484,459	%54.57	%45.43
3	ARE المؤسسة العقارية العربية (2016)	532,176	0	532,176	%100.00	%0.00
4	GCOM جلوبال كوم للاتصالات (2015)	844,663	0	844,663	%100.00	%0.00
5	NSC مركز نابلس الجراحي التخصصي	258,035	6450960	6,708,995	%3.85	%96.15
6	OOREDOO موبايل الوطنية الفلسطينية للاتصالات	38125000	275420000	313,545,000	%12.16	%87.84
7	PALAQAR بال عقار لتطوير وإدارة وتشغيل العقارات	390340.00	1508484	1,898,824	%20.56	%79.44
8	PALTEL الاتصالات الفلسطينية	135,232,000	789750000	924,982,000	%14.62	%85.38
9	PEC الفلسطينية للكهرباء	627733	91800000	92,427,733	%0.68	%99.32
10	RSR مصايف رام الله	1075014	22280000	23,355,014	%4.60	%95.40
11	WASEEL الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية	2678958	4680000	7,358,958	%36.40	%63.60
12	AIB البنك الإسلامي العربي	0	144362728	144,362,728	%0.00	%100.00
13	BOP بنك فلسطين	75000000	408000000	483,000,000	%15.53	%84.47

%100.00	%0.00	141,680,000	141680000	0	البنك الإسلامي الفلسطيني ISBK	14
%99.00	%1.00	100,060,000	99060000	1000000	بنك PIBC الاستثمار الفلسطيني	15
%99.19	%0.81	49,400,446	49000000	400446	سوق PSE فلسطين للأوراق المالية	16
%90.35	%9.65	157,685,840	142472195	15213645	بنك QUDS القدس	17
%66.52	%33.48	222,787,905	148200000	74587905	البنك TNB الوطني	18
%67.95	%32.05	19,868,549	13500000	6368549	المجموعة AIG الأهلية للتأمين	19
%91.18	%8.82	28,952,481	26400000	2552481	GUI العالمية المتحدة للتأمين	20
%76.60	%23.40	16,156,592	12376000	3780592	المشرق MIC للتأمين	21
%90.50	%9.50	31,503,946	28512000	2991946	PICO فلسطين للتأمين	22
%95.45	%4.55	29,543,186	28200000	1343186	NIC التأمين الوطنية	23
%95.29	%4.71	29,594,312	28200000	1394312	TIC التكافل الفلسطينية للتأمين	24
%90.49	%9.51	59,014,601	53400000	5614601	TRUST ترست العالمية للتأمين	25
%62.19	%37.81	364,913,15	226950000	137963156	APIC العربية الفلسطينية للاستثمار-إيبك	26
%65.19	%34.81	8,448,392	5507758	2940634	AQARIYA العقارية التجارية للاستثمار	27
%100.00	%0.00	7,656,386	7656386	0	ARAB المستثمرون العرب	28
%74.39	%25.61	3,763,954	2800000	963954	JREI القدس للاستثمار العقاري	29
%76.19	%23.81	616,888,000	470000000	146888000	PADICO فلسطين للتنمية والاستثمار	30
%79.85	%20.15	10,123,648	8083500	2040148	PID الفلسطينية للاستثمار والإنماء	31
%59.90	%40.10	71,120,010	42600000	28520010	PIIC فلسطين للاستثمار الصناعي	32
%47.45	%52.55	51,067,597	24229745	26837852	PRICO فلسطين للاستثمار العقاري	33

34	SANAD سند للموارد الإنشائية	72897720	151074000	223,971,720	%32.55	%67.45
35	الاتحاد UCI للإعمار و الاستثمار	6523666	20480000	27,003,666	%24.16	%75.84
36	العربية APC لصناعة الدهان	405140	12855000	13,260,140	%3.06	%96.94
37	دواجن AZIZA فلسطين	5183731	55372800	60,556,531	%8.56	%91.44
38	بيت جالا BJP لصناعة الأدوية	2738823	24080000	26,818,823	%10.21	%89.79
39	بيرزيت BPC للأدوية	20591146	101282797	121,873,943	%16.90	%83.10
40	ELECTRODE مصنع الشرق للالكترود	174,295	2137500	2,311,795	%7.54	%92.46
41	مطاحن GMC القمح الذهبي	2,015,371	15750000	17,765,371	%11.34	%88.66
42	سجاير JCC القدس	13441986	8700000	22,141,986	%60.71	%39.29
43	JPH القدس للمستحضرات الطبية	2950157	50400000	53,350,157	%5.53	%94.47
44	LADAEN فلسطين لصناعات اللدائن	155377	2450000	2,605,377	%5.96	%94.04
45	NAPCO الوطنية لصناعات الألمنيوم والبروفيلات- نايكو	20189092	11848680	32,037,772	%63.02	%36.98
46	NCI الوطنية لصناعة الكرتون	1779132	5000000	6,779,132	%26.24	%73.76
47	PHARMACAR E دار الشفاء لصناعة الأدوية (2015)	11717445	30078538	41,795,983	%28.03	%71.97
48	VOIC مصانع الزيوت النباتية	14571428	74000000	88,571,428	%16.45	%83.55
	الاجمالي	910,666,685 \$	389775693 \$9	4,808,423,6 \$24	%18.94	%81.06

(بورصة فلسطين، 2019/ النسب من إعداد الباحثة)

ملحق رقم 3

مجموع تكلفة رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين كما هو بتاريخ 2019/12/31 م.
(بورصة فلسطين، 2019)

#	الشركة	توزيعات \$	الفوائد \$	مجموع تكلفة رأس المال \$	نسبة التوزيعات من مجموع تكلف رأس المال %	نسبة القوائد من مجموع تكلف رأس المال %
1	ABRAJ أبراج الوطنية	0	4,520	4,520	%0.00	%100
2	AHC المؤسسة العربية للفنادق	0	951,750	951,750	%0.00	%100
3	ARE المؤسسة العقارية العربية	لا يوجد بيانات محدثة				
4	GCOM جلوبال كوم للاتصالات	لا يوجد بيانات محدثة				
5	NSC مركز نابلس الجراحي التخصصي	226,985	58,088	285,073	%79.62	%20.38
6	OOREDOO موبائل الوطنية الفلسطينية للاتصالات	0	2,887,435	2,887,435	%0.00	%100
7	PALAQAR بال عقار لتطوير و إدارة و تشغيل العقارات	0	19,517	19,517	%0.00	%100
8	PALTEL الاتصالات الفلسطينية	75,214,285	13,975	75,228,260	%99.98	%0.02
9	PEC الفلسطينية للكهرباء	6000000	1475611	7,475,611	%80.26	%19.74
10	RSR مصايف رام الله	285714	985	286,699	%99.66	%0.34
11	WASEEL الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية	0	149635	149,635	%0.00	%100
12	AIB البنك الإسلامي العربي	5294252	0	5,294,252	100.00%	%0.00
13	BOP بنك فلسطين	27000000	1500000	28,500,000	%94.74	%5.26
14	ISBK البنك الإسلامي الفلسطيني	9290000	0	9,290,000	%100.00	%0.00
15	PIBC بنك الاستثمار الفلسطيني	6,000,000	50,000	6,050,000	%99.17	%0.83

%5.99	%94.01	425,502	25,502	400,000	16	PSE سوق فلسطين للأوراق المالية
%6.10	%93.90	4,984,231	304273	4679958	17	QUDS بنك القدس
%33.21	%66.79	4,491,758	1491758	3000000	18	TNB البنك الوطني
%26.40	%73.60	5,434,763	1434763	4000000	19	AIG المجموعة الأهلية للتأمين
%30.02	%69.98	1,371,892	411892	960000	20	GUI العالمية المتحدة للتأمين
%25.05	%74.95	160,110	40110	120000	21	MIC المشرق للتأمين
%11.08	%88.92	1,349,597	149597	1200000	22	PICO فلسطين للتأمين
%2.19	%97.81	3,067,159	67159	3000000	23	NIC التأمين الوطنية
%6.52	%93.48	1,069,715	69715	1000000	24	TIC التكافل الفلسطينية للتأمين
%20.63	%79.37	2,707,189	558510	2148679	25	TRUST ترست العالمية للتأمين
%68.46	%31.54	15,854,063	10854063	5000000	26	APIC العربية الفلسطينية للاستثمار-ايبك
%100	%0.00	147,031	147031	0	27	AQARIYA العقارية التجارية للاستثمار
%100	%0.00	747	747	0	28	ARAB المستثمرون العرب
%100	%0.00	41,722	41722	0	29	JREI القدس للاستثمار العقاري
%94.01	%5.99	16,783,000	15778000	1005000	30	PADICO فلسطين للتنمية و الاستثمار
%13.03	%86.97	795,105	103617	691488	31	PID الفلسطينية للاستثمار و الإنماء
%83.83	%16.17	1,896,191	1589570	306621	32	PIIC فلسطين للاستثمار الصناعي
%100	%0.00	1,810,670	1810670	0	33	PRICO فلسطين للاستثمار العقاري
%100	%0.00	3,464,498	3464498	0	34	SANAD سند للموارد الإنشائية
%0.21	%99.79	2,244,814	4814	2240000	35	UCI الاتحاد للإعمار و الاستثمار
%3.05	%96.95	663,114	20257	642,857	36	APC العربية لصناعة الدهان
%16.61	%83.39	2,302,431	382431	1920000	37	AZIZA دواجن فلسطين

38	BJP بيت جالا لصناعة الأدوية	1500000	47175	1,547,175	%96.95	%3.05
39	BPC بيرزيت للأدوية	2850360	128737	2,979,097	%95.68	%4.32
40	ELECTRODE مصنع الشرق للالكترود	181670	7540	189,210	%96.02	%3.98
41	GMC مطاحن القمح الذهبي	0	158,452	158,452	%0.00	%100
42	JCC سجابر القدس	0	623558	623,558	%0.00	%100
43	JPH القدس للمستحضرات الطبية	1800000	184980	1,984,980	%90.68	%9.32
44	LADAEN فلسطين لصناعات الدائن	0	10310	10,310	%0.00	%100
45	NAPCO الوطنية لصناعات الألمنيوم والبروفيلات- نايكو	591428	1002590	1,594,018	%37.10	%62.90
46	NCI الوطنية لصناعة الكرتون	4138	7515	11,653	%35.51	%64.49
47	PHARMACARE دار الشفاء لصناعة الأدوية (2015)	0	821764	821,764	%0.00	%100
48	VOIC مصانع الزيوت النباتية	3428571	794960	4,223,531	%81.18	%18.82
	الإجمالي	171,982,006\$	\$49,649,796	\$221,631,802	%77.60	%22.40

(بورصة فلسطين، 2019/ النسب من إعداد الباحثة)

ملحق رقم 4

جدول بيانات احتساب تكلفة هيكل رأس المال باستخدام معادلة WACC لعام 2019.

#	رمز الشركة	القيمة السوقية أدوات الملكية	إجمالي قيمة مصادر التمويل	تكلفة أدوات الملكية	القيمة السوقية لأدوات الدين	تكلفة أدوات الدين بعد الضريبة	تكلفة هيكل رأس المال
1	ABRAJ	15,348	49,259.81	5.992	33912	0.916	2.498
2	AHC	117,230	18,986,439.53	- 0.063	18869210	0.043	0.042
3	NSC	282,409	321,342.49	0.230	38933	7.120	1.065
4	OOREDOO	8,721,333	58,216,598.19	5.854	49495265	0.022	0.896
5	PALAQAR	1,622	101,202.55	6.048	99581	0.442	0.532
6	PALTEL	30,524,636	53,611,706.62	6.028	23087071	0.556	3.671
7	PEC	3,028,645	3,109,020.46	5.875	80375	18.359	6.198
8	RSR	1,958,798	1,971,395.84	5.608	12598	0.582	5.575
9	WASEEL	9,411	435,727.90	6.100	426317	0.510	0.631
10	APC	38,568	45,509.25	6.077	6941	3.075	5.619
11	AZIZA	1,387,232	1,726,223.62	5.889	338992	1.145	4.958
12	BJP	58,665	124,381.14	5.994	65716	0.921	3.314
13	BPC	3,542,541	6,750,360.45	5.963	3207819	0.325	3.284
14	ELECTRODE	5,311	96,563.36	6.000	91252	0.993	1.268
15	GMC	2,365,182	3,996,141.22	5.807	1630959	0.333	3.573
16	JCC	848,268	15,926,662.13	0.024	15078394	0.015	0.015
17	JPH	1,580,750	2,762,999.24	6.136	1182249	1.652	4.217
18	LADAEN	1,259	92,414.83	0.000	91156	0.207	0.204
19	NAPCO	305,119	18,587,892.19	0.446	18282773	0.073	0.079
20	NCI	76,539	871,835.47	5.925	795296	0.151	0.657
21	PHARMACARE	961,952	11,483,676.89	6.041	10521725	0.097	0.595
22	VOIC	26,445,075	39,305,444.29	6.081	12860369	0.084	4.119

(بورصة فلسطين، 2019) / القيم المحسوبة من إعداد الباحثة

ملحق رقم 5

جدول بيانات احتساب تكلفة هيكل رأس المال باستخدام معادلة WACC لعام 2018.

#	رمز الشركة	القيمة السوقية أدوات الملكية	إجمالي قيمة مصادر التمويل	تكلفة أدوات الملكية	القيمة السوقية لأدوات الدين	تكلفة أدوات الدين بعد الضريبة	تكلفة هيكل رأس المال
1	ABRAJ	21,031	21,149	5.917	118	5.311	5.913
2	AHC	3,520,491	13,101,469	0.143	9580977	0.107	0.117
3	NSC	216,517	294,890	0.122	78373	1.607	0.517
4	OOREDOO	6,812,458	22,090,045	- 0.248	15277587	0.480	0.256
5	PALAQAR	17,145	36,778	6.074	19633	4.082	5.010
6	PALTEL	49,223,183	49,306,911	6.057	83728	0.381	6.047
7	PEC	3,804,831	5,124,847	5.954	1320016	0.679	4.595
8	RSR	2,070,842	2,077,318	6.017	6475	0.836	6.001
9	WASEEL	20,238	133,440	5.957	113201	0.928	1.691
10	APC	176,728	196,929	5.917	20200	1.255	5.439
11	AZIZA	54,484	2,942,406	6.008	2887921	0.234	0.341
12	BJP	257,740	895,286	6.000	637545	0.374	1.994
13	BPC	4,863,165	4,863,165	6.048	0.36	472427	6.083
14	ELECTRODE	56,632	56,811	6.000	178	45.698	6.125
15	GMC	1,398,917	4,925,534	6.228	3526617	0.207	1.917
16	JCC	294,047	19,332,322	6.055	19038275	0.018	0.110
17	JPH	3,423,388	3,449,763	6.006	26374	3.581	5.988
18	LADAEN	1,754	117,423	0.000	115668	0.319	0.314
19	NAPCO	386,422	13,086,239	0.333	12699817	0.101	0.108
20	NCI	240,519	1,607,746	- 0.097	1367227	0.047	0.025
21	PHARMACARE	1,274,807	6,932,563	5.986	5657756	0.272	1.322
22	VOIC	493,875	21,298,461	5.904	20804586	0.026	0.163

(بورصة فلسطين، 2019) / القيم المحسوبة من إعداد الباحثة

ملحق رقم 6

جدول بيانات احتساب تكلفة هيكل رأس المال باستخدام معادلة WACC لعام 2017.

#	رمز الشركة	القيمة السوقية أدوات الملكية	إجمالي قيمة مصادر التمويل	تكلفة أدوات الملكية	القيمة السوقية لأدوات الدين	تكلفة أدوات الدين بعد الضريبة	تكلفة هيكل رأس المال
1	ABRAJ	18,000	18,136	5.974	136	6.789	5.980
2	AHC	477,372	10,241,852	- 0.307	9764480	0.096	0.077
3	NSC	415,376	661,825	0.176	246449	0.793	0.406
4	OOREDOO	6,104,000	54,377,002	0.282	48273002	0.201	0.210
5	PALAQAR	1,157	40,568	- 0.117	39411	1.981	1.921
6	PALTEL	85,716,642	85,745,161	6.080	28519	0.613	6.078
7	PEC	7,330,833	9,092,089	6.037	1761256	0.585	4.981
8	RSR	1,425,000	1,442,978	6.033	17978	0.616	5.966
9	WASEEL	23,000	118,123	6.061	95123	0.721	1.761
10	APC	9,642	17,688	0.337	8046	2.469	1.307
11	AZIZA	38,894	285,285	6.088	246391	1.147	1.821
12	BJP	19,200	48,908	6.000	29708	1.422	3.219
13	BPC	7,650,210	7,650,210	6.018	0	8832132	6.018
14	ELECTRODE	69,357	82,542	6.000	13185	1.925	5.349
15	GMC	2,745,895	7,365,266	5.747	4619371	0.173	2.251
16	JCC	790,585	13,336,064	0.280	12545479	0.064	0.077
17	JPH	7,346,427	7,377,230	5.189	30803	4.610	5.186
18	LADAEN	1,200	165,441	0.000	164241	0.173	0.172
19	NAPCO	5,362	16,159,342	- 0.160	16153980	0.068	0.068
20	NCI	213,316	213,316	6.088	0	244076	6.245
21	PHARMACARE	900,000	12,688,726	6.027	11788726	0.109	0.529
22	VOIC	469,727	15,001,524	6.033	14531797	0.083	0.269

(بورصة فلسطين، 2019/ القيم المحسوبة من إعداد الباحثة)

ملحق رقم 7

جدول بيانات احتساب تكلفة هيكل رأس المال باستخدام معادلة WACC لعام 2016.

رمز الشركة	القيمة السوقية أدوات الملكية	إجمالي قيمة مصادر التمويل	تكلفة أدوات الملكية	القيمة السوقية لأدوات الدين	تكلفة أدوات الدين بعد الضريبة	تكلفة هيكل رأس المال
ABRAJ	150,632	207,882	5.983	57250	0.664	4.518
AHC	7,205,421	15,692,472	0.010	8487051	0.118	0.068
NSC	113,160	359,669	0.179	246509	1.632	1.175
OOREDOO	8,500,000	37,299,462	6.000	28799463	0.286	1.588
PALAQAR	3,850	110,761	6.154	106911	1.611	1.769
PALTEL	87,762,554	87,770,864	6.102	8310	0.830	6.102
PEC	3,310,200	3,492,177	0.144	181978	3.967	0.343
RSR	842,000	1,657,427	5.998	815427	0.063	3.078
WASEEL	49,000	102,361	6.020	53362	0.765	3.281
APC	6,410	415,384	5.932	408975	1.618	1.684
AZIZA	78,433	1,473,412	5.694	1394980	0.522	0.797
BJP	27,360	63,699	6.000	36340	1.660	3.524
BPC	5,500,000	5,500,000	6.000	0	7499726	6.000
ELECTRODE	57,124	224,923	6.000	167799	0.990	2.262
GMC	398,834	7,234,142	5.989	6835309	0.018	0.347
JCC	837,192	8,894,389	0.111	8057198	0.005	0.015
JPH	2,584,195	2,760,168	5.200	175973	1.175	4.943
LADAEN	2,100	517,364	0.000	515265	0.000	0.000
NAPCO	4,320	9,463,920	- 0.065	9459601	0.113	0.113
NCI	417,269	417,269	5.881	0	392856	5.881
PHARMACARE	900,000	12,688,725	6.027	11788726	0.109	0.529
VOIC	280,200	280,200	0.001	0	348790	0.001

ملحق رقم 8
قائمة المعادلات
الصفحة

21	معادلة 1 المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (Mitra, 2011)
22	معادلة 2 تكلفة حقوق الملكية حسب نموذج رسملة التوزيعات (Kenton, 2019)
24	معادلة 3 تكلفة حقوق الملكية حسب نموذج تسعير الأصول الرأس مالية (Schroeder & et al, 2014)
25	معادلة 4 تكلفة الديون بعد خصم الضريبة (Murphy, 2020)
26	معادلة 5 متوسطة العائد على الديون (Schmidt, 2019)
71	معادلة 6 القيمة السوقية لحقوق الملكية (Mitra, 2011)
72	معادلة 7 القيمة السوقية لأدوات الدين